

主要消费产业行业研究

行业深度研究

证券研究报告

国金证券研究所

分析师：龚轶之（执业 S1130523050001）

gongyizhi@gjzq.com.cn

消费景气跟踪 23M5：复苏仍需支撑，预期推动反弹

核心观点

- **复苏幅度趋缓，期待政策加码。**5月大消费继续修复，但增速环比回落，居民资产负债表受损的影响持续显现。新增中长期贷款 3672 亿元但依然低于疫情前水平，楼市出现降温，失业率结构性压力仍存，内生增长动能修复或许需要更多政策支持。当前基本面底部特征明显，随着央行开启降息，值得关注后续政策落地和预期改善。
- **环比增速走弱，行业分化显著。**以 21 年为基数，观察真实修复。5 月社零 2 年复合增速 2.55%，较上月下滑 0.07pct。结构上看，多数行业 5 月增速也出现环比下行，必选强于可选。必选消费韧性最强，粮油食品/烟酒保持 5%以上复合增速；传统可选消费品例如服装鞋帽随着基数效应减弱增速下滑明显，地产链相关家电/家具修复较慢，继续录得负增长；休闲类消费继续修复但幅度基本持平，其中体育娱乐用品增速上升至 8.6%表现突出。
- **估值显著回调，短期或有反弹。**板块估值消化为弱复苏定价，中证消费指数 PE 回落至 29X 接近 2015 年以来历史区间下限，市场对基本面反应钝化，政策改善预期形成。当前环境或许类似 22 年底：1) 基本面持续偏弱；2) 市场情绪较为悲观；3) 政策改善预期形成；4) 北向资金大幅买入，较长时间下跌后可能出现月度级别的超跌反弹行情。长期来看，我们认为居民去杠杆和消费需求增速中枢下行还将持续，相应的估值中枢大概率下调，板块风格从进攻性回归防御性，但趋势的切换不会一蹴而就。

景气跟踪

- **白酒：**五一假期后动销有所回落，价盘维持稳定，行业库存继续消化至 2 个月左右。高端白酒韧性较强，飞天茅台 5 月回到 2800 元区间。酒企继续完善产品布局 and 品牌建设，全年目标完成无虞，下半年关注“价”的变化。
- **啤酒：**销量增速下滑，关注产品升级。由于基数较高，5 月啤酒销量普遍承压，随着气温升高或开启旺季。重点关注产品高端化进程，总量承压下高端产品销量增速依然较快且有提速，提振利润增长。
- **乳制品：**乳制品终端销售逐步回暖，伊利 4-5 月实现正增长，5 月常温液奶中低个位数出货增速，相较 Q1 有明显改善。营销投入缩减叠加原奶价格持续下行，提振利润率水平。
- **调味品：**5 月全国餐饮收入+22.6%，但随着促销力度减弱单月增速环比收窄，行业库存略上升。千禾味业近期加快渠道建设，行业格局或变化。淘系平台 5 月 GMV，千禾味业/中炬高新/海天味业各为+22.4%/+12.7%/-34.8%。
- **家电：**家电行业品类分化依然较大，传统品类表现明显更优，618 来临，关注新品推出和销售催化作用。空调 5 月销额同增 57.9%继续领跑，6 月排产 30%+，清洁电器改善也较明显，销额回归 10%+增长，小家电大多下滑。从量价拆分角度看，价格提升成为传统品类支撑销额增长的关键。
- **家居：**5 月房屋竣工面积同增 17.2%，新房销售回落，5 月同降 16.2%，家居前端门店客流、成交环比 4 月也均有所回落。海外需求在 3 月大超预期后持续回落，年初至今累计出口金额下滑 6.9%，美国渠道库存积压。
- **纺织：**随着需求走弱及低基数效应退坡，5 月纺织 GMV 增速回调，仅运动鞋（+10.2%）/箱包（+4.8%）/童装（+3.5%）实现正增长。运动品牌 5 月流水实现双位数增长，景气复苏强劲。
- **餐饮&旅游：**5 月社零餐饮收入同增 35.1%，继续回升但幅度环比下降。服务价格不断上行，5 月 CPI 旅游分项同比上升 8.0%，机票、客房价均上涨。随着端午到来及中高考结束后的暑期毕业季，出行数据或进一步改善。

投资建议

- 行业配置上，业绩确定性仍是首要，再看估值反弹。关注结构机会，优选高端白酒/乳制品/家电龙头/体育服饰。

风险提示

- 数据误差；消费不及预期风险；疫情反复风险。

内容目录

1、核心观点：复苏仍需支撑，预期推动反弹	5
2、消费宏观：需求温和复苏，期待政策加码	7
2.1、消费周期：扩表意愿不强，降息呵护信心	7
2.2、消费能力：就业压力尚存，关注存款流向	7
2.3、消费需求：基数效应尾声，环比增速走弱	8
3、食品饮料：动销环比走弱，关注提价进度	10
3.1、白酒：淡季消化库存，价盘维持稳定	10
3.2、啤酒：高温旺季来临，关注产品升级	11
3.3、乳制品：动销边际回暖，费用投放理性	13
3.4、调味品：受益餐饮修复，市场格局变化	15
3.5、行业动态：咖啡茶饮扩张，零食量贩兴起	15
4、家用电器：行业继续承压，传统品类占优	16
4.1、国内市场：空调同比高增，传统品类更优	16
4.2、海外市场：出口增速回落，海外需求偏弱	16
4.3、空间测算：新品渗透缓慢，继续下调预期	17
4.4、行业动态：空调排产高增，洗地机竞争加剧	17
5、轻工制造：竣工持续改善，增速环比回落	18
5.1、国内市场：楼市热度回落，增速环比下滑	18
5.2、海外市场：出口继续回落，海外需求不足	19
5.3、行业动态：整装家居推进，纸业下调价格	19
6、纺织服饰：基数效应减弱，运动户外景气	20
6.1、内销：基数效应退坡，关注真实修复	20
6.2、库存：同比读数下降，服装库存消化	21
6.3、出口：纺织出口走弱，箱包维持高位	21
6.4、行业动态：运动户外扩张，李宁自建产能	22
7、社会服务：假期旺季来临，出行有望火热	22
7.1、餐饮旅游：餐饮收入增长，假期旺季到来	22
7.2、行业动态：毕业季旅游热，航班票价上涨	23
8、投资建议：短期反弹可期，把握行情节奏	23
9、风险提示	24

图表目录

图表 1：2023 年 5 月大消费主要行业景气跟踪	5
图表 2：限额以上社零分行业 2 年复合增速（2021-2023）	5
图表 3：中证消费指数 PE TTM	6
图表 4：估值决定因素：流动性&业绩	6
图表 5：北向资金周度净买入（亿元）	6

图表 6: 北向资金大消费行业净买入 (亿元)	6
图表 7: 2015 年以来消费主要弱势区间	6
图表 8: 居民部门杠杆率	7
图表 9: 居民扩表意愿	7
图表 10: 调查失业率 (%)	7
图表 11: 分年龄段调查失业率 (%)	7
图表 12: 居民名义收入累计增速 (%)	8
图表 13: 居民储蓄率 (%)	8
图表 14: 居民就业预期	8
图表 15: 居民收入预期	8
图表 16: 社零总额月度同比	9
图表 17: 除汽车外社零月度同比	9
图表 18: 社零结构区分	9
图表 19: 限额以上社零分品类月度增速 (%)	9
图表 20: 核心 CPI (%)	10
图表 21: 服务业 PMI (%)	10
图表 22: 全国白酒月度产量同比 (%)	10
图表 23: 全国白酒年度产量及增速 (%)	10
图表 24: 高端白酒批价	11
图表 25: 次高端白酒批价	11
图表 26: 全国啤酒月度产量同比 (%)	11
图表 27: 全国啤酒年度产量及增速 (%)	11
图表 28: 社零餐饮收入月度同比	12
图表 29: 中国啤酒渠道结构 (%)	12
图表 30: 进口啤酒累计均价及变动	12
图表 31: 各价位啤酒市场渗透率 (%)	12
图表 32: 大麦月度均价及变动	12
图表 33: 瓦楞纸月度均价及变动	12
图表 34: 浮法玻璃月度均价及变动	13
图表 35: 铝锭月度均价及变动	13
图表 36: 全国乳制品月度产量同比 (%)	13
图表 37: 全国乳制品年度产量及增速 (%)	13
图表 38: 乳制品零售价格 (元/升)	14
图表 39: 婴幼儿奶粉零售价格 (元/公斤)	14
图表 40: 国内原奶价格 (元/公斤)	14
图表 41: 进口奶粉价格 (美元/吨)	14
图表 42: 玉米现货结算价 (元/吨)	14
图表 43: 豆粕现货结算价 (元/吨)	14
图表 44: 酱油渠道结构 (%)	15
图表 45: 调味品企业线上 GMV 月度增速 (%)	15
图表 46: 大豆现货结算价 (元/吨)	15

图表 47: 白砂糖现货结算价 (元/吨)	15
图表 48: 2023 年 5 月食品饮料行业动态	15
图表 49: 家电主要品类月度销售情况	16
图表 50: 家用电器单月出口金额	17
图表 51: 家用电器出口金额累计同比 (%)	17
图表 52: 重点品类市场空间测算	17
图表 53: 2023 年 5 月家用电器行业动态	17
图表 54: 房屋竣工面积累计同比 (%)	18
图表 55: 房屋竣工面积年度同比 (%)	18
图表 56: 房屋销售面积累计同比 (%)	18
图表 57: 房屋销售面积年度同比 (%)	18
图表 58: 中国家具出口月度变动	19
图表 59: 中国家具出口金额累计同比 (%)	19
图表 60: 美国家具市场月度销售同比 (%)	19
图表 61: 美国家具市场月度库销比	19
图表 62: 2023 年 5 月轻工制造行业动态	19
图表 63: 纺服线上 GMV 月度跟踪	20
图表 64: 主要运动品牌季度流水跟踪	20
图表 65: 纺织服装、服饰业产成品存货同比 (%)	21
图表 66: 纺织业产成品存货同比 (%)	21
图表 67: 服装及衣着附件出口金额累计同比 (%)	21
图表 68: 鞋靴出口金额累计同比 (%)	21
图表 69: 纺织纱线、织物及制品出口金额累计同比 (%)	21
图表 70: 箱包及类似容器出口金额累计同比 (%)	21
图表 71: 2023 年 4 月纺织服装行业动态	22
图表 72: 社零餐饮收入月度同比 (%)	22
图表 73: CPI 月度分项变动: 旅游 (%)	22
图表 74: 全国交通客运量月度变动	22
图表 75: 全国交通客运量累计变动	22
图表 76: 主要节假日旅游数据恢复程度	23
图表 77: 2023 年 5 月社会服务行业动态	23

1、核心观点：复苏仍需支撑，预期推动反弹

复苏幅度趋缓，期待政策加码。5月大消费继续修复，但增速环比回落，居民资产负债表受损的影响持续显现。新增中长期贷款3672亿元但依然低于疫情前水平，楼市出现降温，失业率结构性压力仍存，内生增长动能修复或许需要更多政策支持。当前基本面底部特征明显，随着央行开启降息，值得关注后续政策落地和预期改善。

图表1：2023年5月大消费主要行业景气跟踪

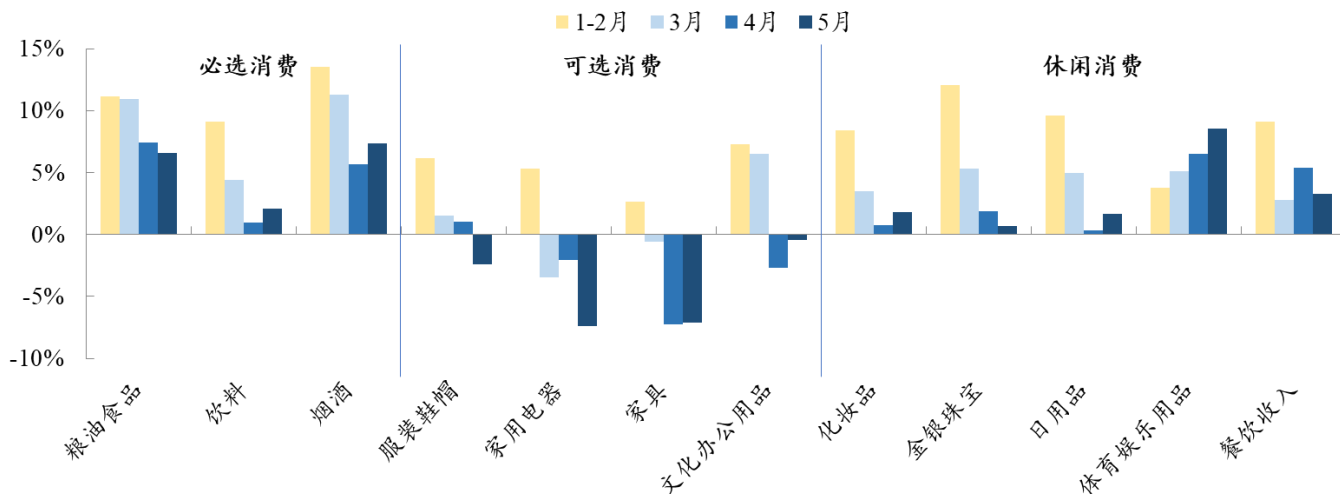
大类	行业	赛道	景气趋势	行业动态
基础消费	食品饮料	白酒	—	价盘稳中有进，库存趋于良性
		啤酒	—	销量增速趋缓，关注结构升级
		乳制品	—	出货环比提速，原奶价格下行
		调味品	—	库存水平略升，市场格局变化
可选消费	家用电器	空调	↑	5月销额同增57.9%，6月排产30%+
		冰箱	↑	5月销额同增17.6%，产品提价继续
		洗衣机	—	5月销额同增4.7%，洗干套装高增
		清洁电器	↑	低价竞争加剧，月度增速回正
		厨房电器	—	烟灶/洗碗机韧性，集成灶继续下滑
	轻工制造	家居	↓	竣工高增新房下滑，修复斜率降低
	纺织服饰	运动服饰	↑	5月流水双位数增长，去化库存
		品牌服饰	↓	基数效应减弱，关注真实修复
休闲消费	社会服务	酒店餐饮	—	餐饮继续修复，增速有所收窄
		旅游	↑	暑期叠加端午，旅游旺季来临

来源：国金证券研究所整理

环比增速走弱，行业分化显著。以21年为基数，观察真实修复。整体上看，5月社零2年复合增速2.55%，较上月继续下滑0.07pct，延续4月以来的弱复苏态势。

结构上看，多数行业5月增速也出现环比下行，必选强于可选。必选消费韧性最强，粮油食品、烟酒保持5%以上复合增速；传统可选消费品例如服装鞋帽随着基数效应减弱增速下滑明显，地产链相关家电、家具修复较慢，继续录得负增长；休闲类消费继续修复但幅度基本持平，其中体育娱乐用品增速持续上升至8.6%表现突出。

图表2：限额以上社零分行业2年复合增速（2021-2023）

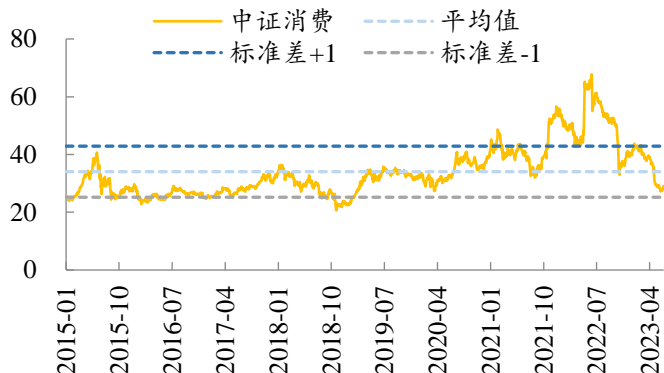


来源：Wind，国金证券研究所

估值显著回调，短期或有反弹。3 月开始的市場调整为消费弱复苏定价，板块整体估值消化，中证消费指数 PE TTM 回落至 29.0 接近 2015 年以来历史区间下限。

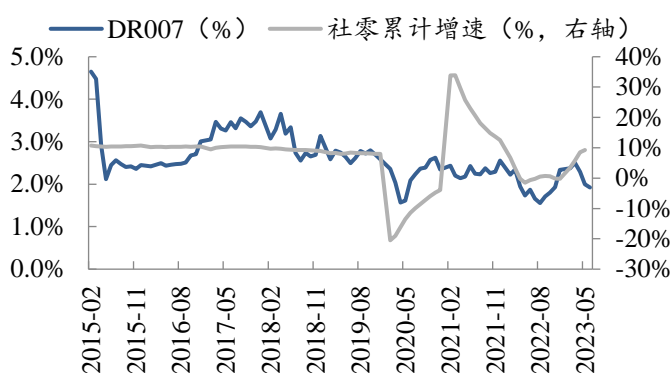
短期之内估值的快速下调，当市场对基本面反应趋于钝化时，就为反弹带来可能。一方面，市场流动性相比历史更充裕，DR007 降至 1.94% 的较低水平，后续不排除进一步宽松的可能，海外紧缩也告一段落。另一方面，市场关注点转向政策预期，风险偏好好转。

图表3：中证消费指数 PE TTM



来源：Wind，国金证券研究所（注：统计 2015 年以来数据）

图表4：估值决定因素：流动性&业绩

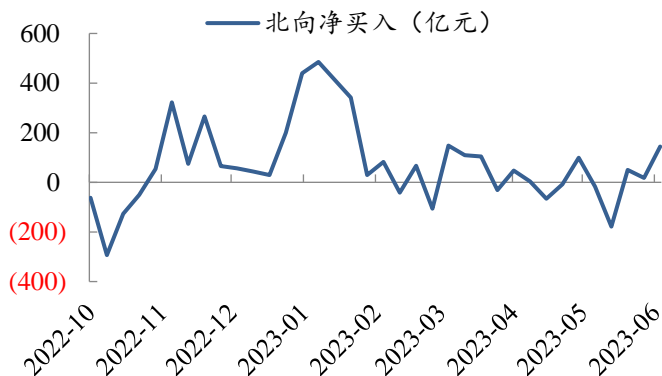


来源：Wind，国金证券研究所（注 1：DR007 经变频处理；注 2：适配社零口径，横轴剔除 1 月）

当前环境或许类似 22 年底：1) 基本面持续偏弱；2) 市场情绪较为悲观；3) 政策改善预期形成；4) 北向资金大幅买入，可能出现月度级别的超跌反弹行情。复盘历史来看，2015 年以来消费板块下跌区间最长 3 个月左右，当前时点在下跌幅度、估值水平都有阶段底部的特征。

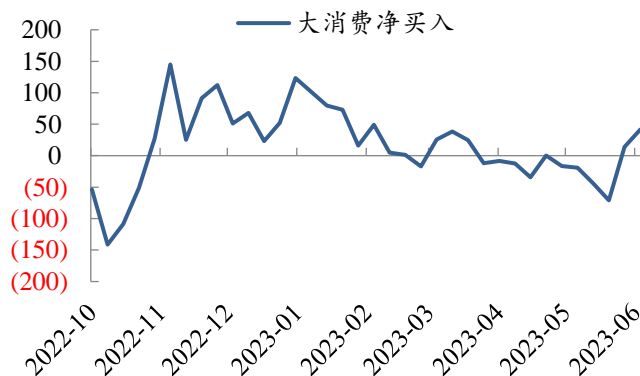
长期来看，我们认为居民去杠杆和消费需求增速中枢下行还将持续，相应的估值中枢大概率下调，板块风格从进攻性回归防御性，但趋势的切换不会一蹴而就。

图表5：北向资金周度净买入（亿元）



来源：Wind，国金证券研究所

图表6：北向资金大消费行业净买入（亿元）



来源：Wind，国金证券研究所

图表7：2015 年以来消费板块主要下行区间

年度	起点	终点	指数高点	指数低点	涨跌幅	高点 PE	低点 PE	区间时长 (天)
2015	2015/6/15	2015/7/8	11207	7023	-37.3%	39	26	23
2015	2015/8/17	2015/9/15	9117	6707	-26.4%	32	25	29
2015	2015/12/12	2016/1/27	8474	6265	-26.1%	27	23	46
2018	2018/1/16	2018/3/29	14049	11360	-19.1%	36	30	72
2018	2018/6/13	2018/9/13	13547	10090	-25.5%	32	25	92
2018	2018/9/26	2018/10/30	11574	8628	-25.5%	28	21	34
2021	2021/2/18	2021/3/9	32504	23915	-26.4%	47	38	19
2021	2021/5/27	2021/9/1	28646	20409	-28.8%	43	35	97
2021	2021/12/31	2022/3/17	26443	19540	-26.1%	53	46	76
2022	2022/7/5	2022/10/31	24340	17458	-28.3%	61	33	118
2023	2023/3/3	2023/5/29	22895	19259	-15.9%	40	28	87

来源：Wind，国金证券研究所

2、消费宏观：需求温和复苏，期待政策加码

2.1、消费周期：扩表意愿不强，降息呵护信心

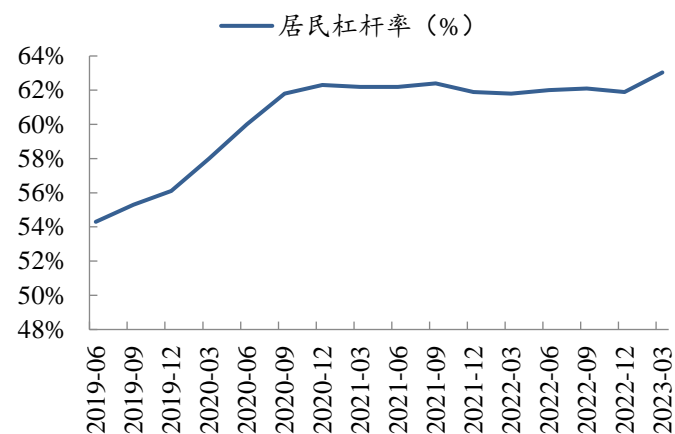
过去三年疫情对中国经济增长带来深远影响，长周期视角下看过去十余年的居民加杠杆模式受到挑战。

边际上看，2023 年 5 月楼市继续承压，新增居民中长期贷款在低基数基础上仅小幅回升至同比多增 637 亿元，居民扩表意愿依然不足，相反居民存款同比少增 2029 亿元。

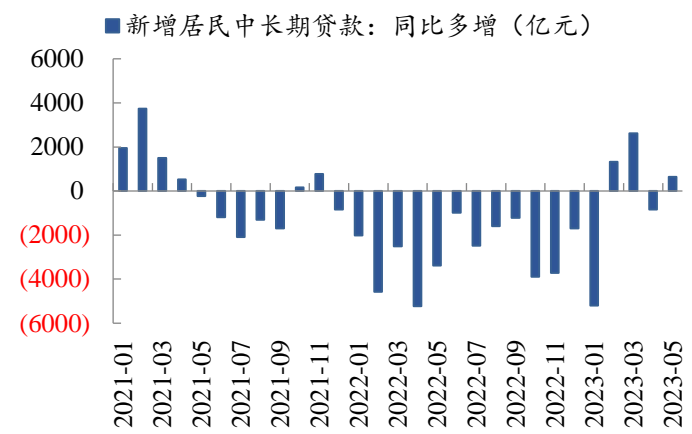
综合来看，居民去杠杆的压力依然存在，紧缩预期对消费构成制约。近期央行开启超预期降息，预计 LPR 也有下调可能，或能提振居民消费信心，尚待后续观察。

图表8：居民部门杠杆率

图表9：居民扩表意愿



来源：Wind，国金证券研究所（注：2023Q1 为推算值）



来源：Wind，国金证券研究所（注：数据截至 2023/5/31）

2.2、消费能力：就业压力尚存，关注存款流向

■ 就业端：就业整体平稳，结构压力加大

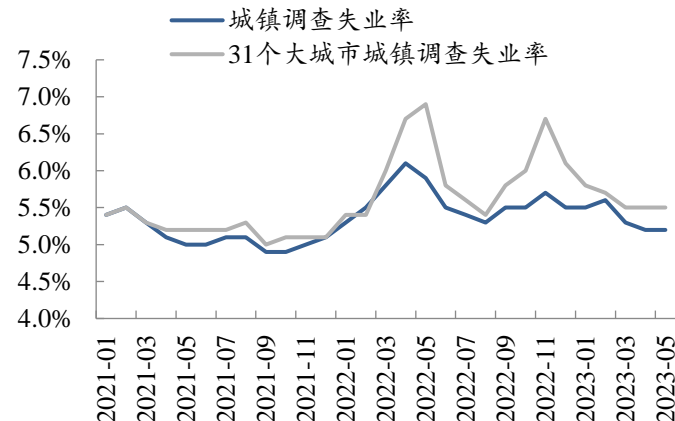
就业作为收入的前置决定因素，直接影响居民消费能力。

截至 2023 年 5 月，城镇调查失业率 5.2%，环比持平；31 个大城市调查失业率 5.5%，环比持平，边际来看就业情况保持稳定。

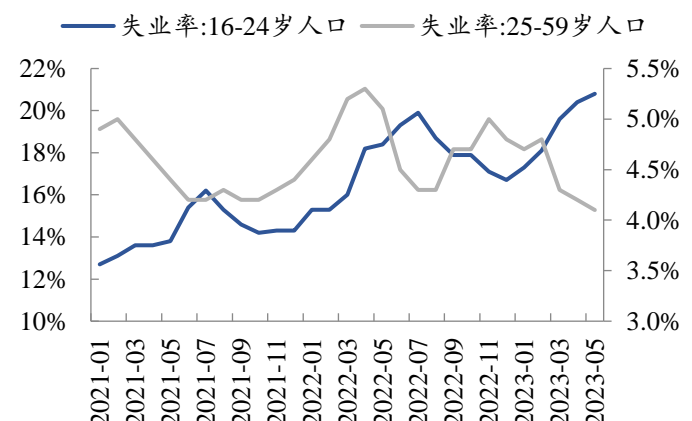
分年龄段看，结业分化明显，结构性压力仍存。16-24 岁年轻群体失业率继续上行，2023 年 5 月回升至 20.8%，环比上行 0.4pct，刷新历史最高水平；25-59 岁人口失业率小幅下行 0.1pct 至 4.1%。

图表10：调查失业率 (%)

图表11：分年龄段调查失业率 (%)



来源：Wind，国金证券研究所（注：数据截至 2023/5/31）



来源：Wind，国金证券研究所（注：数据截至 2023/5/31）

■ 收入端：收入温和增长，储蓄增幅趋缓

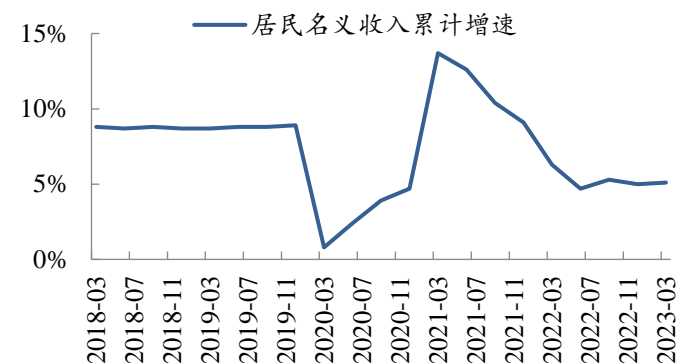
中国居民近 6 成收入源于工资性收入，就业端的波动直接导致居民收入波动。

2023 年一季度，中国居民人均可支配收入名义同比增长 5.1%，保持温和增长态势，验证我们对后疫情时代收入增速中枢下行的判断，预计未来仍将保持在中个位数水平。

随着经济修复推进，收入波动性开始收敛，或许能提振居民的消费信心，但这还需要更多时间。截至 2023 年一季度居民储蓄率约为 38.0%，低于疫情期间水平但依然显著高于疫情前水平，符合我们的预期。

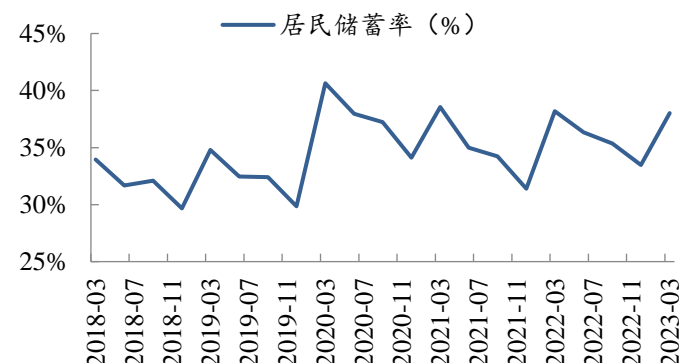
2023 年一季度居民存款继续新增 9.9 万亿元，同比多增 2.1 万亿元，预计累积的超额储蓄来到 6.1 万亿元。4、5 月居民新增存款同比下滑 4968、2029 亿元，收入水平相对稳定情况下，说明超额储蓄开始释放，关注流向。

图表12：居民名义收入累计增速（%）



来源：Wind，国金证券研究所（注：数据截至 2023 年一季度）

图表13：居民储蓄率（%）



来源：Wind，国金证券研究所（注：数据截至 2023 年一季度）

■ 居民预期：就业/收入预期回暖，信心明显恢复

从居民部分对未来就业、收入的预期指数看，截至 2023 年一季度分别为 52.3%、49.9%，相较去年底分别大幅上行 9.3pct、5.5pct，信心明显回升。

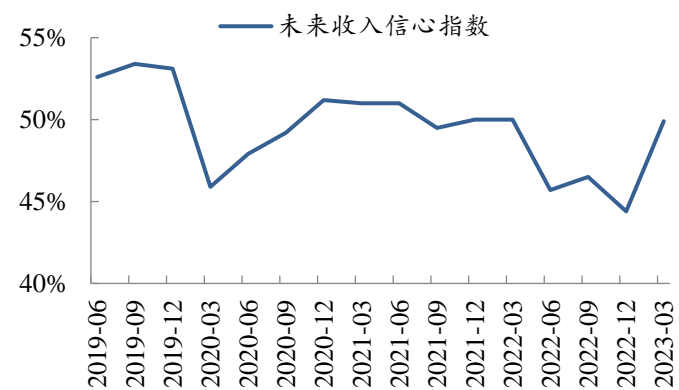
当前就业、收入数据还在稳步修复，经济复苏向居民部门传导中。

图表14：居民就业预期



来源：Wind，国金证券研究所（注：数据截至 2023 年一季度）

图表15：居民收入预期



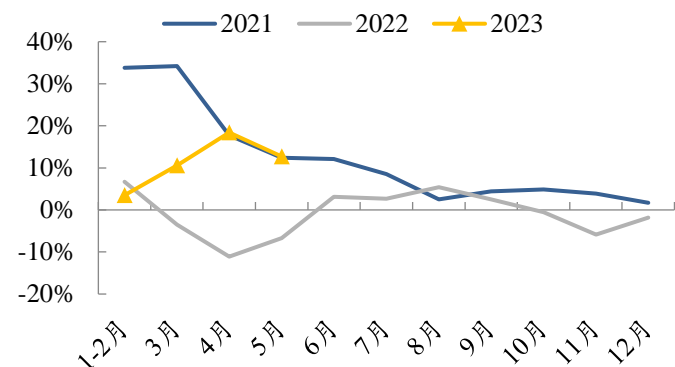
来源：Wind，国金证券研究所（注：数据截至 2023 年一季度）

2.3、消费需求：基数效应尾声，环比增速走弱

从终端需求上看，2023 年 5 月社零总额月度同比增长 12.7%，涨幅环比下降 5.7pct；除汽车以外同比上升 11.5%，涨幅环比下降 5.0pct。低基数接近尾声，月度增速读数下降，后续回归常态。

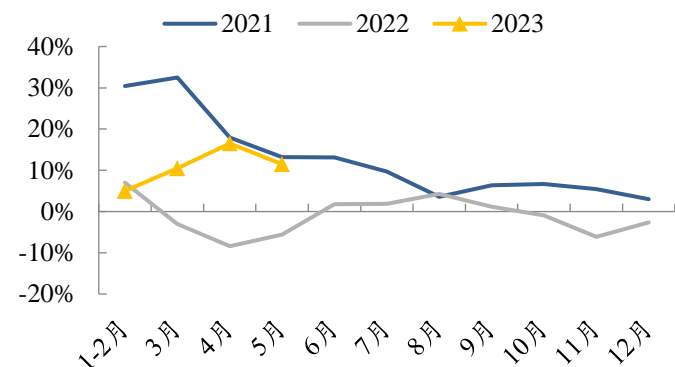
方向上看，消费修复依然温和演进，有待政策刺激提速。

图表16: 社零总额月度同比



来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 数据截至 2023/5/31)

图表17: 除汽车外社零月度同比



来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 数据截至 2023/5/31)

从结构上看, 可以看到以下特征:

- 线下强于线上: 线上消费继续维持较高增速, 2023 年 5 月实物商品网上零售额同比增长 10.8%, 单月占社零总额比例 28.8%, 刷新历史新高; 但线下消费由于基数较低, 单月读数短期反超线上。
- 服务强于商品: 分消费模式看, 线下餐饮为代表的服务业前期受到疫情打击较大, 场景恢复后增长弹性也更大。2023 年 5 月餐饮收入同比增长 35.1%, 年初至今累计同增 22.6%, 五一假期的催化作用显现。

图表18: 社零结构区分

类型区分	指标	年初至今累计	2023-05	2023-04	2023-03	2023-02	2022-12	2022-11
分规模	社会消费品零售总额	9.3%	12.7%	18.4%	10.6%	3.5%	-1.8%	-5.9%
	限额以上社零总额	8.7%	12.5%	19.0%	10.1%	2.1%	-1.3%	-5.8%
分渠道	实物商品网上零售额	11.8%	10.8%	22.3%	16.6%	6.7%	15.6%	3.9%
	推算线下社零总额	8.2%	13.5%	17.1%	8.5%	2.6%	-7.3%	-10.5%
分类型	商品零售	7.9%	10.5%	15.9%	9.1%	2.9%	-0.1%	-5.6%
	餐饮收入	22.6%	35.1%	43.8%	26.3%	9.2%	-14.1%	-8.4%
分地区	城市	9.3%	12.7%	18.6%	10.7%	3.4%	-1.8%	-6.0%
	乡村	9.4%	12.8%	17.3%	10.0%	4.5%	-1.3%	-5.2%

来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 数据截至 2023/5/31)

具体来看不同品类限上商品零售表现, 必选、可选消费品走势分化, 低基数造成扰动。

必选消费品依旧有韧性但增速回落, 粮油食品、饮料、烟酒 2023 年 5 月同比增速分别为 -0.7%、-0.7%、+8.6%, 2 年复合增速环比走弱。

可选消费品低基数期接近尾声, 单月同比高增长但涨幅明显下滑。服装鞋帽针纺织品、日用品 5 月同增 17.6%、9.4%, 但增速环比下降 14.8pct、0.7pct。地产链相关的家用电器和音像器材、家具消费继续录得低个位数增长。

休闲消费表现持续亮眼, 同样由低基数推动, 增速领衔各类消费品, 但波动更大。

图表19: 限额以上社零分品类月度增速 (%)

大类	细分	年初至今累计	2023-05	2023-04	2023-03	2023-02	2022-12	2022-11
基础消费	粮油、食品类	4.7%	-0.7%	1.0%	4.4%	9.0%	10.5%	3.9%
	饮料类	0.4%	-0.7%	-3.4%	-5.1%	5.2%	5.5%	-6.2%
	烟酒类	8.3%	8.6%	14.9%	9.0%	6.1%	-7.3%	-2.0%
可选消费	家用电器和音像器材类	-0.2%	0.1%	4.7%	-1.4%	-1.9%	13.1%	17.3%
	家具类	4.5%	5.0%	3.4%	3.5%	5.2%	-5.8%	-4.0%
	服装、鞋帽、针纺织品类	14.1%	17.6%	32.4%	17.7%	5.4%	12.5%	15.6%
	日用品类	6.8%	9.4%	10.1%	7.7%	3.9%	-9.2%	-9.1%
	文化办公用品类	-2.0%	-1.2%	-4.9%	-1.9%	-1.1%	-0.3%	-1.7%
休闲消费	餐饮收入	25.4%	31.4%	44.6%	37.2%	10.2%	17.8%	-7.5%
	金银珠宝类	19.5%	24.4%	44.7%	37.4%	5.9%	18.4%	-7.0%
	化妆品类	9.7%	11.7%	24.3%	9.6%	3.8%	19.3%	-4.6%
	体育娱乐用品	11.0%	14.3%	25.7%	15.8%	1.0%	13.3%	-8.2%

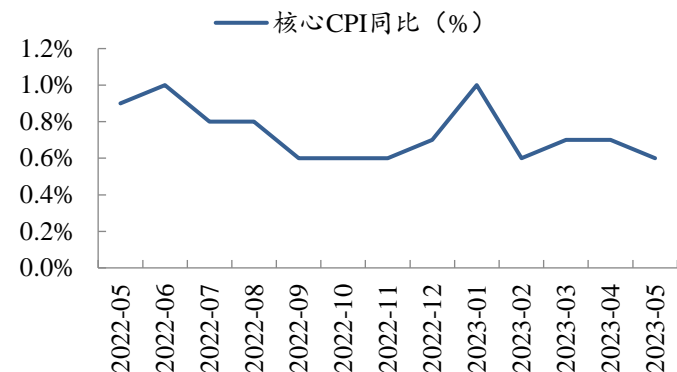
来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 数据截至 2023/5/31)

从辅助指标上看，消费复苏仍在复苏通道，但是幅度减弱，并且可以印证服务类消费强于商品消费。

首先从核心 CPI 看，而核心 CPI 在 4 月小幅下降至 0.6%，继续呈现弱复苏态势。

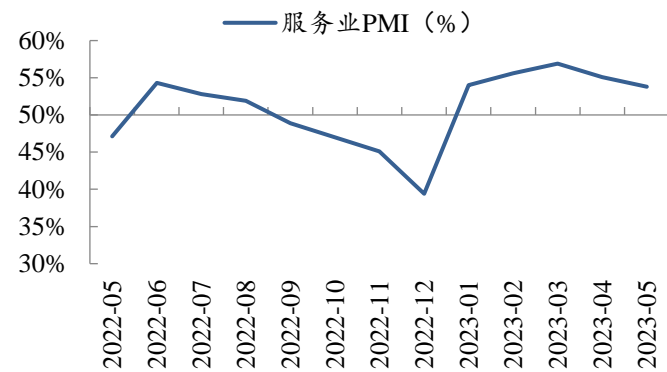
服务业 PMI 在 2023 年始终维持环比改善态势，5 月录得 53.8%，继续有所回落但维持在扩张区间。

图表20：核心 CPI (%)



来源：Wind，国金证券研究所（注：数据截至 2023/5/31）

图表21：服务业 PMI (%)



来源：Wind，国金证券研究所（注：数据截至 2023/5/31）

3、食品饮料：动销环比走弱，关注提价进度

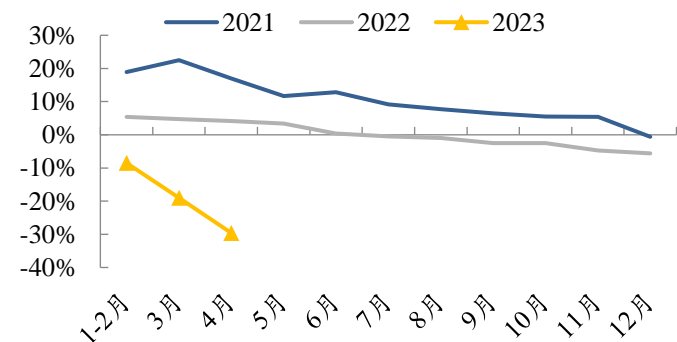
3.1、白酒：淡季消化库存，价盘维持稳定

■ 产量：供给继续缩量，品质升级为主

中国白酒产量自 2017 年起已进入下行通道，以品质升级“喝好酒”为主旋律。

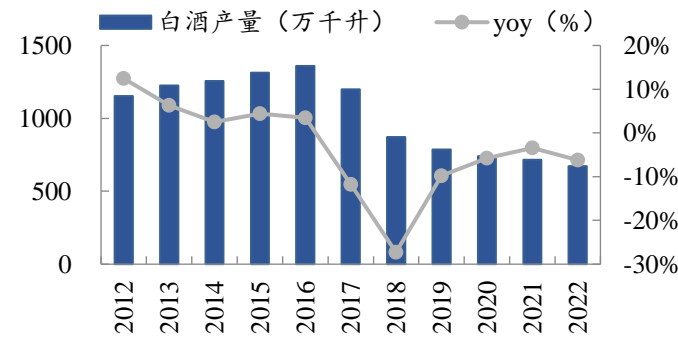
2023 年 4 月，中国白酒产量 37.4 万千升，同比下滑 28.1%；年初至今累计生产 158.1 万千升，同比下滑 29.6%。供给端看，白酒缩量幅度扩大，预计未来仍将延续下行趋势。

图表22：全国白酒月度产量同比 (%)



来源：Wind，国金证券研究所（注：数据截至 2023/4/30）

图表23：全国白酒年度产量及增速 (%)



来源：Wind，国金证券研究所

■ 动销：五一催化有限，淡季稳中求进。

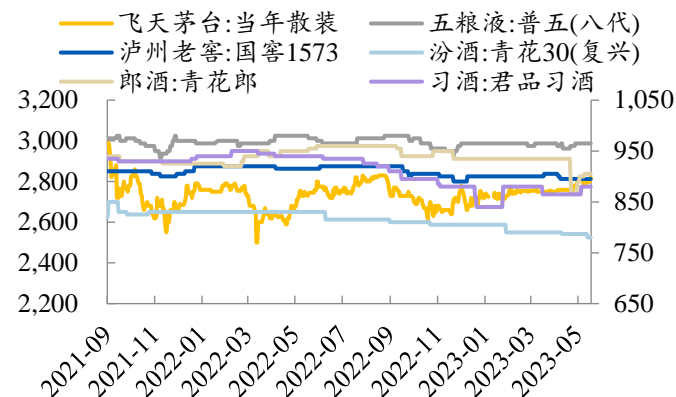
五一短期提振，月度动销维稳。5 月初小长假带动婚宴需求释放，短期提振白酒动销，但节后需求由于淡季因素继续走弱，但回款已达到 50%+，全年目标完成无虞。居民购买力承压叠加酒企加大投放导致价盘表现一般，高端白酒批价韧性更强，飞天茅台 5 月底回到 2800 元区间小幅回升，普五、国窖 1573 分别为 965 元、895 元。库存方面，经过上半年消化已回到 2 个月左右的水平，全国性次高端品牌压力略大。展望后市，上半年以“量”为主，下半年观察中秋国庆催化转向“价”的驱动。

企业经营层面，完善产品矩阵。酒企对行业依然保持信心，重点强调产品矩阵和品牌建设。纵向看，白酒产品价格带延伸，例如茅台 1935 放量，五粮液加强浓香酒布局。横向看，产品创新带来增量，包括低度酒、小规格等非标产品。

中长期看，由于宏观经济和居民消费能力承压，不同价格带之间的分化会更加明显。真

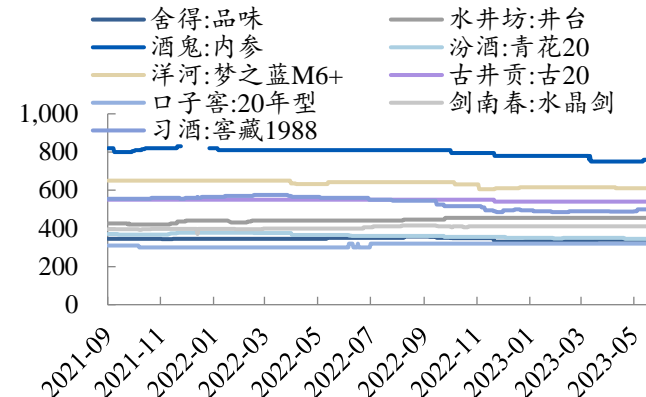
实动销是核心，部分公司的经营压力和库存风险仍存，虽然行业景气上行但可能不会是齐涨的格局，重点关注茅五泸+区域次高端。

图表24：高端白酒批价



来源：Wind，国金证券研究所（注：数据截至2023/5/31）

图表25：次高端白酒批价



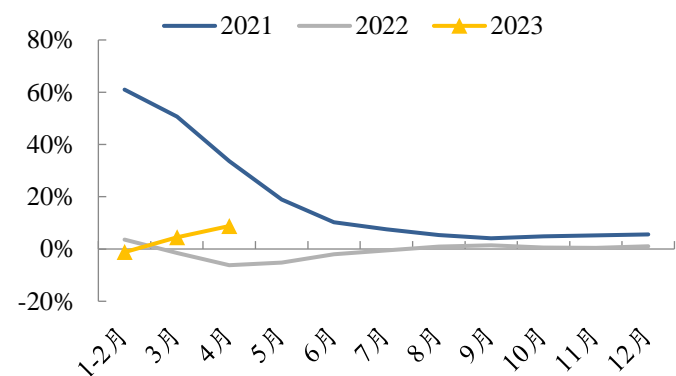
来源：Wind，国金证券研究所（注：数据截至2023/5/31）

3.2、啤酒：高温旺季来临，关注产品升级

■ 产量：产量保持平稳，转向品质升级

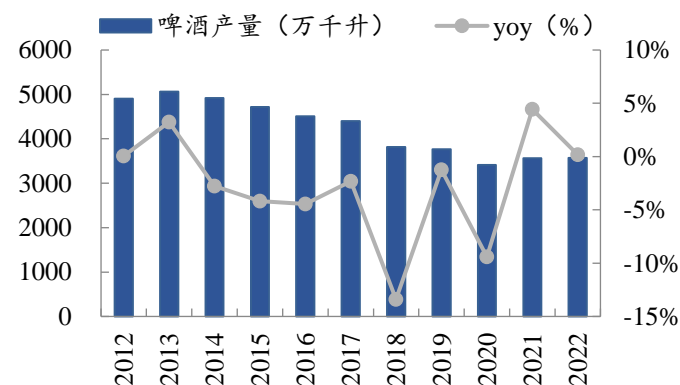
2023年4月中国啤酒总产量305.9万千升，同比上升21.1%；年初至今累计生产1141.5万千升，同比上升8.8%。随着产量增长趋缓，产品提质升级是行业扩容核心驱动力。

图表26：全国啤酒月度产量同比（%）



来源：Wind，国金证券研究所（注：数据截至2023/4/30）

图表27：全国啤酒年度产量及增速（%）



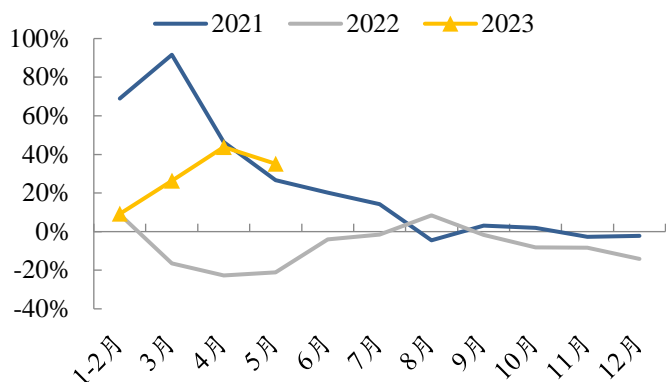
来源：Wind，国金证券研究所

■ 动销：销量略有承压，关注产品升级

销量增速下滑，关注产品升级。由于基数较高影响，5月啤酒销量普遍承压，后续随着气温升高或开启旺季。重点关注产品高端化进程，总量承压下高端产品销量增速依然较快且有提速，提振利润增长。

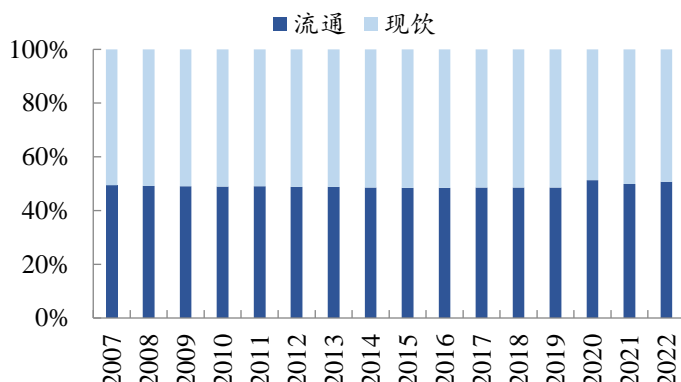
渠道调研反馈：1) 华润啤酒：5月销量-1.0%，次高端以上销量+24%，1-5月累计+25%多；2) 青岛啤酒：5月销量-2.0%，主品牌增速5月个位数；3) 重庆啤酒：5月销量个位数增长，疆内市场带动4-5月乌苏正增长；4) 燕京啤酒：5月销量微增，U8增速约40%。

图表28：社零餐饮收入月度同比



来源：Wind，国金证券研究所（注：数据截至 2023/5/31）

图表29：中国啤酒渠道结构（%）

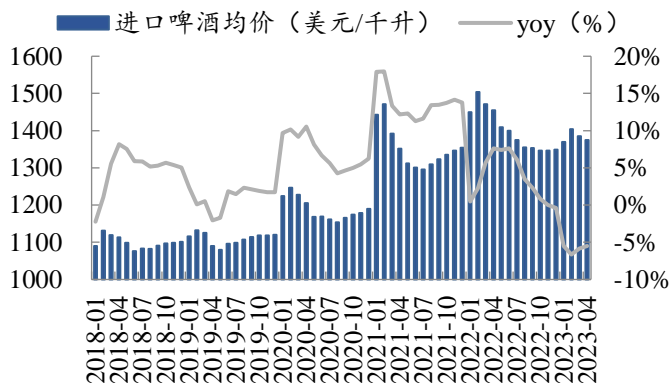


来源：欧睿，国金证券研究所

由于高端啤酒大多以现饮渠道为主，餐饮恢复背景下酒企继续推出中高价格带产品。

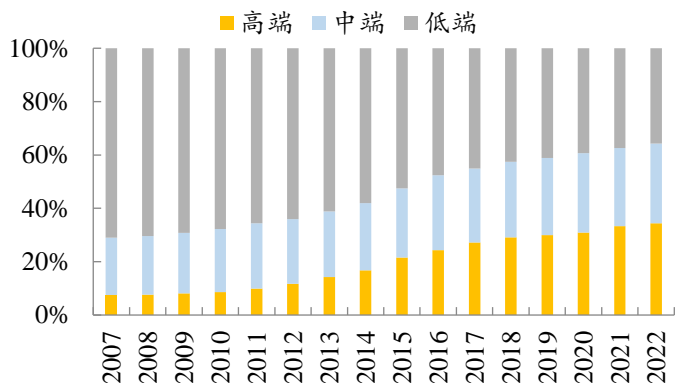
从进口啤酒均价看，截至 2023 年 4 月为 1375 美元/千升，同比下降 5.5%。

图表30：进口啤酒累计均价及变动



来源：Wind，国金证券研究所（注：数据截至 2023/4/30）

图表31：各价位啤酒市场渗透率（%）



来源：欧睿，国金证券研究所

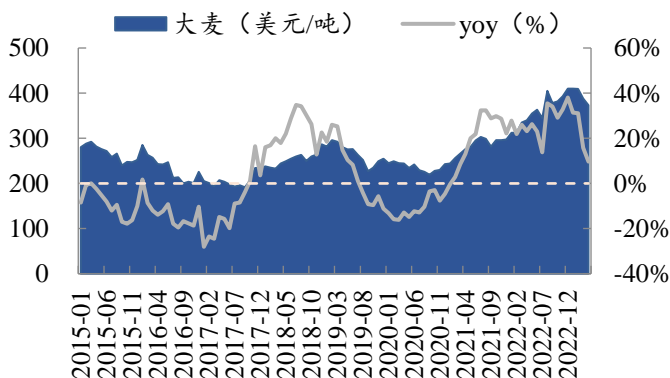
■ 原材料：大麦价格较高，包材成本回落

由于地缘冲突加剧了粮食供应紧张格局，2022 年啤酒主要原材料大麦持续上涨，截至 2023 年 4 月近 373 美元/吨，同比增长 9.7%，仍处高位但涨幅明显回落。

另一方面，包材价格则持续回落，2023 年 5 月末，瓦楞纸价格 3804 元/吨，同降 11.3%；浮法玻璃价格 2236 元/吨，同增 12.4%；铝锭价格 18316 元/吨，同降 10.1%。

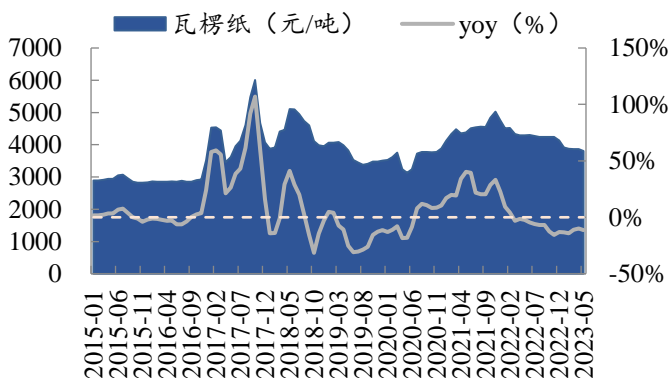
综合来看，原料价格继续维持高位而包材成本回落，吨成本或仍上行但幅度小于 22 年。

图表32：大麦月度均价及变动



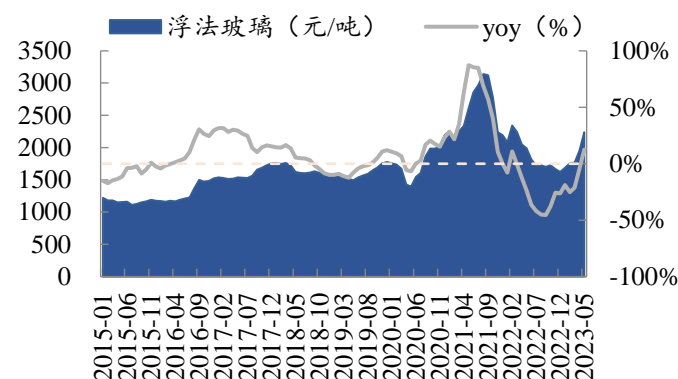
来源：Wind，国金证券研究所（注 1：数据变频处理；注 2：截至 2023/4/30）

图表33：瓦楞纸月度均价及变动



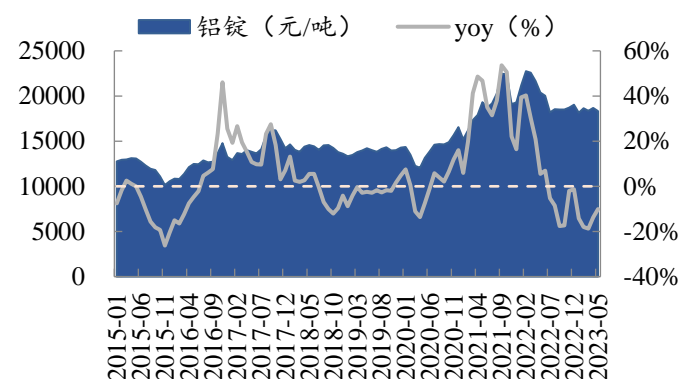
来源：Wind，国金证券研究所（注 1：数据变频处理；注 2：截至 2023/5/31）

图表34：浮法玻璃月度均价及变动



来源：Wind，国金证券研究所（注1：数据变频处理；注2：截至2023/5/31）

图表35：铝锭月度均价及变动



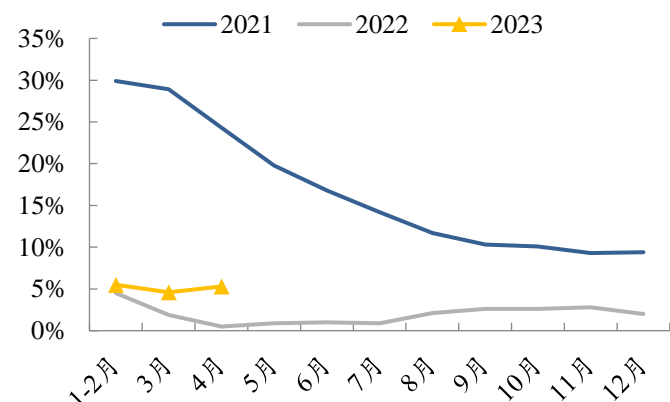
来源：Wind，国金证券研究所（注1：数据变频处理；注2：截至2023/5/31）

3.3、乳制品：动销边际回暖，费用投放理性

■ 产量：健康意识提升，消费量继续增加

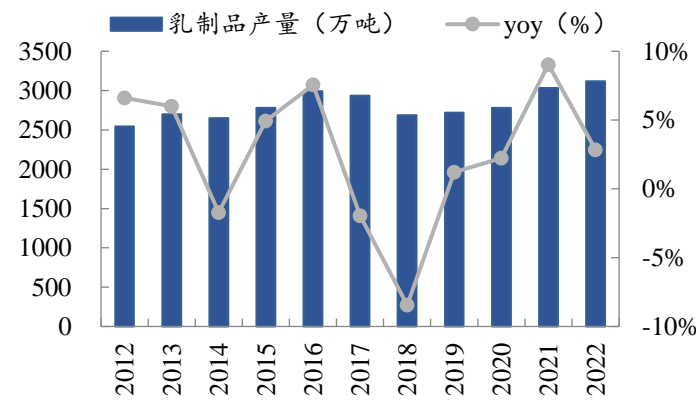
2023年4月中国乳制品总产量246.6万吨，同增8.1%；年初至今累计生产979.3万吨，同增5.3%。疫情期间居民健康意识提升，乳制品需求量在低基数上回补。

图表36：全国乳制品月度产量同比（%）



来源：Wind，国金证券研究所（注：数据截至2023/4/30）

图表37：全国乳制品年度产量及增速（%）



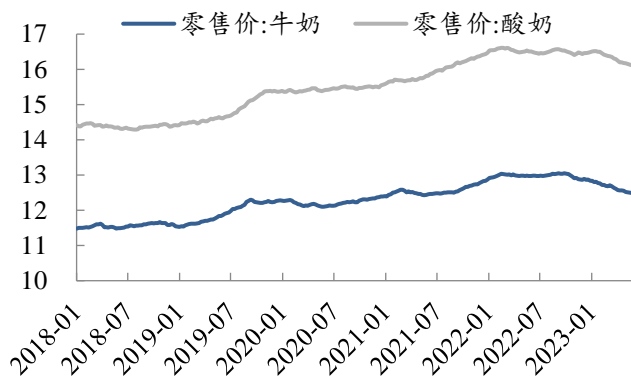
来源：Wind，国金证券研究所

■ 动销：需求逐步回暖，费用投放理性

需求逐步回暖，利润水平提升。乳制品终端销售逐步回暖，伊利4-5月实现正增长，5月常温液奶中低个位数出货增速，相较Q1有明显改善。营销投入缩减叠加原奶价格持续下行，提振利润率水平。

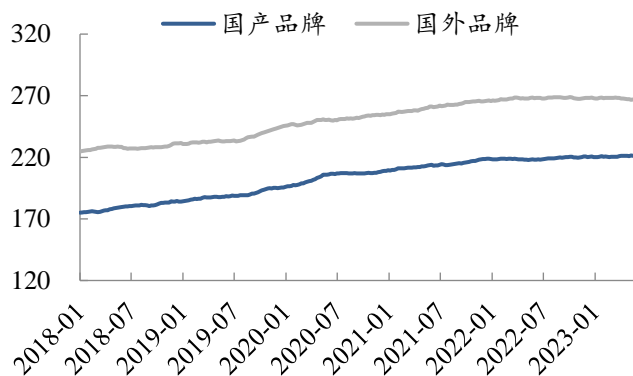
中长期看，产品高端化、多元化趋势仍将持续，支持中长期利润率提升。截至2023年5月，牛奶、酸奶零售价分别达到12.5元/升、16.1元/升，出现小幅下滑；国产、国外婴幼儿奶粉价格分别为221.5元/公斤、266.8元/公斤。

图表38: 乳制品零售价格 (元/升)



来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 数据截至 2023/5/31)

图表39: 婴幼儿奶粉零售价格 (元/公斤)

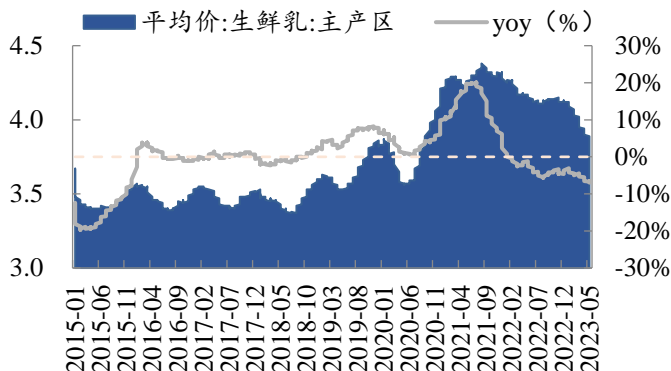


来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 数据截至 2023/5/31)

■ 原材料: 奶价继续下行, 成本压力缓解

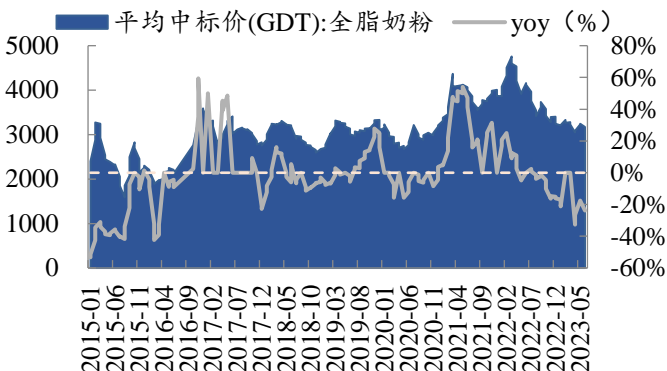
奶价高位回落, 截至 2023 年 5 月, 国内生鲜乳价格 3.85 元/公斤, 同比下滑 7.0%; 海外市场 GDT 全脂奶粉 3173.0 美元/吨, 同比亦下滑 23.7%。

图表40: 国内原奶价格 (元/公斤)



来源: Wind, 国金证券研究所 (注 1: 数据经变频处理; 注 2: 截至 2023/5/31)

图表41: 进口奶粉价格 (美元/吨)



来源: Wind, 国金证券研究所 (注 1: 数据经变频处理; 注 2: 截至 2023/4/30)

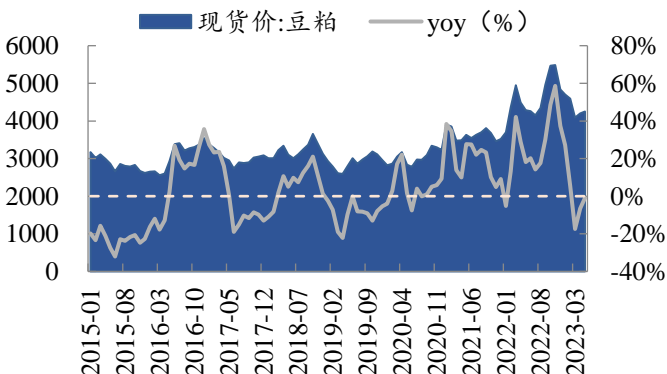
全年来看, 原料奶价格还处于下行通道, 供给端释放较多。展望后市, 奶价与饲料价格相关性高, 2023 年 5 月玉米、豆粕结算价分别为 2762.2 元/吨、4247.0 元/吨, 分别同比下降 4.8%、同比下降 0.9%, 成本端压力缓解, 有助于下游乳企利润率回升。

图表42: 玉米现货结算价 (元/吨)



来源: Wind, 国金证券研究所 (注 1: 数据经变频处理; 注 2: 截至 2023/5/31)

图表43: 豆粕现货结算价 (元/吨)



来源: Wind, 国金证券研究所 (注 1: 数据经变频处理; 注 2: 截至 2023/5/31)

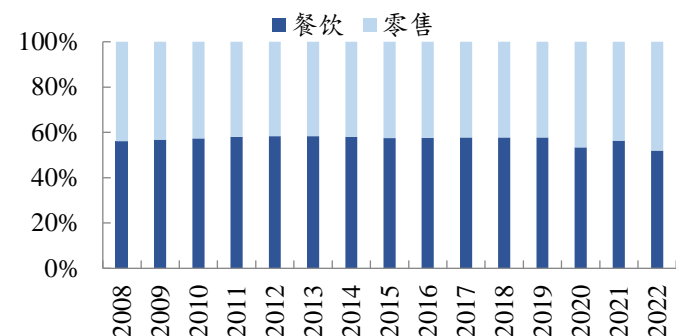
3.4、调味品：受益餐饮修复，市场格局变化

■ 动销：受益餐饮修复，关注格局变化

餐饮渠道是调味品重要消费场景（疫情前占比约 57.8%），疫情防控优化后宴席聚会等场景修复有效带动动销改善，5 月全国餐饮收入实现 22.6%同比增长，但随着促销力度减弱单月增速环比收窄，行业库存略有上升。

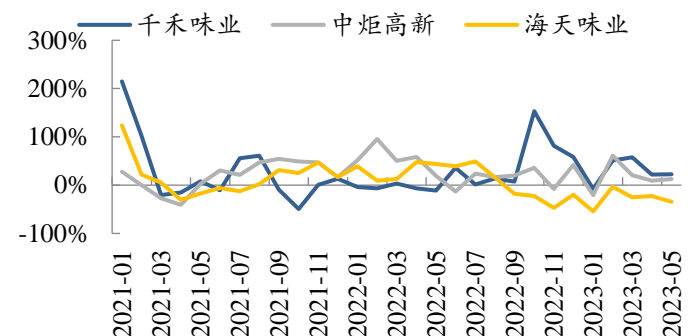
结构上看，市场洗牌，健康化趋势流行。去年 10 月食品添加剂事件以来，酱油行业主打“零添加产品”，千禾味业近期加快渠道建设，行业格局或变化。淘系平台线上 GMV 增速对比来看，23 年 5 月千禾味业、中炬高新、海天味业 GMV 同增 22.4%、同增 12.7%、同降 34.8%。

图表44：酱油渠道结构（%）



来源：欧睿，国金证券研究所

图表45：调味品企业线上 GMV 月度增速（%）

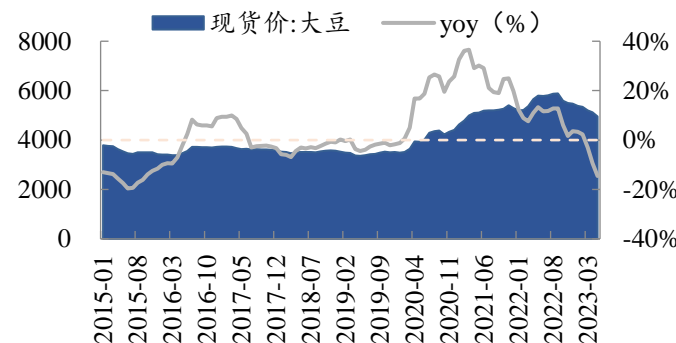


来源：萝卜投研，国金证券研究所（注 1：淘系口径；注 2：截至 2023/5/31）

■ 原材料：大豆价格下探，盈利有望改善

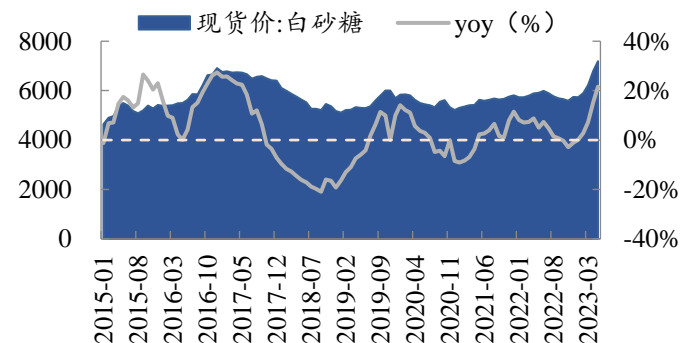
截至 2023 年 5 月，大豆、白砂糖结算价分别为 4957.5 元/吨、7192.9 元/吨，分别同比下降 14.5%、上升 21.7%，主要原材料成本下探，盈利有望改善。

图表46：大豆现货结算价（元/吨）



来源：Wind，国金证券研究所（注 1：数据经变频处理；注 2：截至 2023/5/31）

图表47：白砂糖现货结算价（元/吨）



来源：Wind，国金证券研究所（注 1：数据经变频处理；注 2：截至 2023/5/31）

3.5、行业动态：咖啡茶饮扩张，零食量贩兴起

图表48：2023 年 5 月食品饮料行业动态

行业	日期	内容	来源
白酒	2023/5/19	酒鬼酒：库存情况已趋于良性	(微酒)
	2023/5/20	洋河将重点运作千元价格带高端酒	(酒业家)
	2023/5/27	五粮液：年内“普五”价格确有倒挂，今年有信心实现顺价	(36 氪)
啤酒	2023/5/22	燕京拟全国布局打造线下体验店	(啤酒板)
	2023/5/26	珠江啤酒 2023 计划布局门店 500+	(酒业家)
乳制品	2023/5/6	妙可蓝多推出针对成人零食和餐饮场景奶酪新品	(消研所 Trendmaker)
茶饮&咖啡	2023/5/12	库迪咖啡发布全新品牌口号，预计 7 月底门店数量达 5000 家	(消研所 trendmaker)
	2023/5/21	喜茶 23 年新开超 430 家门店：以三四线城市加盟店为主	(IPO 早知道)
食品&预制菜	2023/5/9	洽洽食品称已进入零食量贩渠道	(新消费日报)
	2023/5/21	卫龙积极布局零食店渠道	(新消费智库)

来源：微酒，酒业家，36 氪，啤酒板，消研所，IPO 早知道，新消费日报，新消费智库，国金证券研究所

4、家用电器：行业继续承压，传统品类占优

4.1、国内市场：空调同比高增，传统品类更优

5月家电行业品类分化依然较大，传统品类表现明显更优，其他可选属性更强或尚处于渗透早期的品类则由于居民消费意愿偏弱而承压。618来临，关注新品推出和销售催化作用。

从5月单月销售额上看，彩电(+1.6%)、冰箱(+17.6%)、空调(+57.9%)、洗衣机(+4.7%)都实现了正增长，同比2019年分别恢复至91%、130%、99%、110%的水平。其中空调的高增长主要来自于低基数影响和渠道补库存，表现最为突出。伴随着地产竣工回暖，厨电中油烟机、燃气灶5月销售额同增14.1%、9.6%，延续双位数增长。清洁电器销售改善也较为明显，扫地机、洗地机5月销售额同增11.1%、11.0%。其余小家电品类则大多出现下滑，仅电蒸锅表现较优。

从量价拆分角度看，价格提升成为传统品类支撑销额增长的关键，新兴品类中清洁电器则进入以价换量阶段，小家电中大多出现量价齐跌的局面。

图表49：家电主要品类月度销售情况

赛道分类		销额				销量			
使用场景	品类	年初至今	2023-05	2023-04	2023-03	年初至今	2023-05	2023-04	2023-03
起居室	彩电	-14.3%	1.6%	1.3%	-11.0%	-15.2%	-11.1%	-6.8%	-8.8%
	空调	30.8%	57.9%	45.8%	3.3%	30.0%	54.8%	41.8%	1.6%
	清洁电器	-5.3%	4.4%	-7.1%	-8.2%	-11.4%	-4.8%	-6.6%	-15.5%
	扫地机器人	-5.8%	11.1%	-12.0%	-4.1%	-5.6%	12.5%	-6.8%	-3.9%
	洗地机	14.5%	11.0%	-1.4%	6.6%	35.1%	36.3%	22.6%	23.0%
	加湿器	-30.8%	N/A	5.6%	-10.7%	-45.7%	N/A	-14.3%	-29.4%
	挂烫机	-12.8%	-20.3%	1.2%	-6.0%	-10.4%	-3.1%	-0.6%	-8.6%
	饮水机	1.9%	11.1%	12.0%	4.9%	1.1%	0.0%	5.8%	7.6%
卫生间	洗衣机	-6.7%	4.7%	6.7%	-13.5%	-6.2%	-2.9%	2.6%	-7.3%
	干衣机	-15.3%	-10.0%	39.4%	-19.7%	-17.6%	-20.1%	54.4%	-17.8%
	洗干套装	39.2%	74.2%	69.1%	3.4%	34.5%	44.6%	69.6%	11.0%
	燃气热水器	10.9%	27.1%	33.7%	5.5%	8.7%	15.5%	28.7%	6.7%
	智能马桶分体机	-6.5%	N/A	51.2%	-4.8%	-8.2%	N/A	42.5%	-0.7%
	智能马桶一体机	16.2%	N/A	37.4%	28.0%	14.1%	N/A	35.9%	38.0%
厨房	冰箱	4.7%	17.6%	12.4%	-5.4%	-4.1%	-0.3%	-4.1%	-10.5%
	油烟机	4.8%	14.1%	15.7%	2.5%	5.2%	12.2%	17.5%	6.2%
	燃气灶	-1.1%	9.6%	6.7%	-2.6%	-1.5%	3.0%	2.3%	-0.1%
	集成灶	-9.9%	-7.5%	-16.4%	-0.9%	-10.1%	-10.3%	-18.9%	-2.7%
	洗碗机	3.0%	13.6%	-2.9%	-1.5%	-5.7%	2.6%	-14.3%	-5.9%
	微波炉	-18.5%	-33.3%	-6.4%	-2.4%	-14.7%	-31.2%	-2.5%	0.7%
	电蒸锅	26.3%	6.8%	17.6%	36.6%	11.8%	-5.8%	3.4%	17.4%
	电饭煲	-6.6%	-11.5%	4.4%	-7.0%	-8.7%	-14.9%	-0.5%	-9.5%
	电压力锅	-9.4%	-12.5%	5.7%	-7.2%	-13.5%	-17.5%	3.5%	-10.6%
	豆浆机	-8.3%	7.8%	-20.3%	-2.1%	5.7%	22.5%	-11.1%	14.4%
	料理机	-17.9%	-24.2%	-21.8%	-9.7%	-21.0%	-29.3%	-25.4%	-7.3%
	电水壶	-5.5%	-6.1%	3.8%	0.2%	-8.4%	-4.8%	5.1%	-2.3%
	煎烤机	-15.5%	-15.3%	-11.0%	-5.6%	-12.6%	-10.8%	-6.8%	-2.1%
	榨汁机	-10.1%	-11.7%	-16.3%	-8.7%	-7.8%	-14.9%	-13.2%	-6.0%
	破壁机	-15.8%	-19.5%	-20.1%	-12.2%	-5.6%	-9.1%	-12.8%	1.1%
	电炖锅	-15.5%	-18.1%	-19.2%	-10.5%	-15.2%	-16.7%	-17.1%	-10.1%
	搅拌机	-24.6%	-36.2%	-27.9%	-7.9%	-27.3%	-37.6%	-30.6%	-11.6%
	空气炸锅	-52.8%	-62.3%	-71.3%	-54.8%	-48.2%	-58.2%	-68.9%	-49.2%

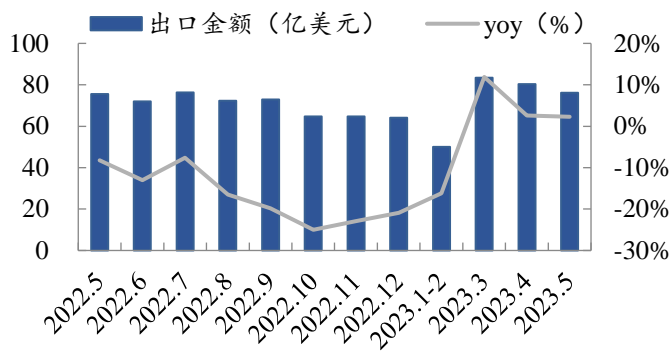
来源：AVC，国金证券研究所（注：智能马桶分体机、智能马桶一体机、加湿器5月数据尚未更新，年初至今累计值以1-4月数据计算）

4.2、海外市场：出口增速回落，海外需求偏弱

海外市场由于货币政策收紧持续偏弱，家电出口在3月超预期后不断回落。

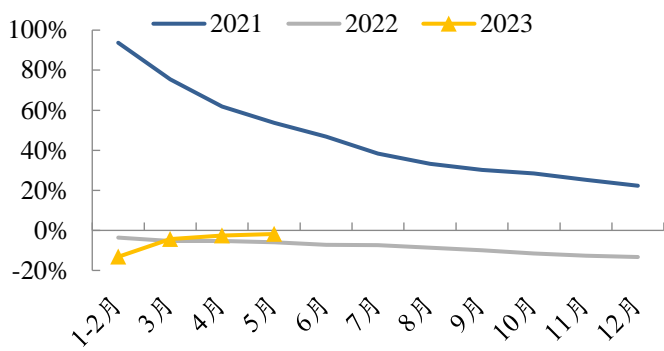
2023年4月单月家电出口76.1亿美元，同比增长0.7%；年初至今累计出口361.9亿美元，同比下降1.8%。

图表50：家用电器单月出口金额



来源：海关总署，国金证券研究所（注：数据截至 2023/5/31）

图表51：家用电器出口金额累计同比 (%)



来源：海关总署，国金证券研究所（注：数据截至 2023/5/31）

4.3、空间测算：新品渗透缓慢，继续下调预期

基于截至 2023 年 5 月的数据，我们测算了重点家电品类未来市场空间。以当前渗透率为指标，从类型上可分为成熟品类（以更新需求为主）、新兴品类（持续用户渗透）。

成熟品类主要包括“彩冰空洗”及烟灶，当前相对渗透进度已接近理论上限，市场规模增长相对缓慢但由于产品本身购买顺序在家电中靠前，受地产下行、收入预期波动影响相对较小。展望 2022-2025 年，预计仍将以 3-5%左右的年化增速增长，绿色智能产品及高端化升级或提振增速，短期内我们调高了空调的预期增速。

然而 2023 年初至今数据显示居民消费力下滑对新兴品类的渗透构成较大影响，即便如扫地机、洗地机等清洁电器已经开始以价换量但销量仍有明显下滑。长维度下，我们依然看好产品升级带来销售增长，但短期继续下调了 2023 全年市场规模增速预期。

图表52：重点品类市场空间测算

分类	品类	理论渗透率 (%)					市场规模 (亿元)				
		2022	2023E	2024E	2025E	Δ 22-25	2022	2023E	2024E	2025E	CAGR3
成熟品类	空调	96%	97%	98%	98%	3%	2754	3366	3168	3249	5.7%
	冰箱	97%	97%	97%	97%	0%	1035	1048	1103	1157	3.8%
	洗衣机	94%	95%	96%	96%	2%	783	770	808	837	2.2%
	彩电	95%	95%	95%	95%	0%	1129	1112	1191	1227	2.8%
	油烟机	60%	61%	62%	62%	3%	232	236	252	262	4.2%
	燃气灶	99%	96%	94%	92%	-6%	255	256	277	288	4.1%
新兴品类	扫地机	6%	7%	8%	9%	3%	133	123	156	178	10.3%
	洗地机	1%	1%	2%	3%	2%	75	85	103	128	19.4%
	干衣机	1%	1%	1%	1%	1%	49	48	61	75	15.5%
	洗碗机	2%	2%	3%	4%	2%	111	115	149	189	19.3%
	集成灶	3%	3%	4%	5%	2%	290	259	308	388	10.2%
	电动牙刷	39%	40%	41%	42%	3%	77	83	98	116	14.7%
	智能马桶	1%	2%	2%	3%	2%	57	56	73	92	17.0%

来源：欧睿，AVC，产业在线，国家统计局，国金证券研究所（注 1：成熟品类渗透率为相对理论上限测算，并非百户渗透率；注 2：参考数据截至 2023/5/31）

4.4、行业动态：空调排产高增，洗地机竞争加剧

图表53：2023 年 5 月家用电器行业动态

行业	日期	内容	来源
彩冰空洗	2023/5/1	美的集团正在探索收购伊莱克斯 (Electrolux) 的可能性	(Wind)
	2023/5/17	4 月-5 月空调企业内销排产同比分别增长 34.3%、25%	(家电网)
	2023/5/17	TrendForce：一季全球电视出货量约 4337 万台，季减 21.8%；第二季出货量有望达到约 4726 万台，季增 9%	(Wind)
清洁电器	2023/5/3	AWE：洗地机新品牌涌现，低价策略争夺份额	(36 氪)
个护电器	2023/5/9	明年 4 月起，家用射频美容仪若宣称具有除皱、紧致等功效，须取得第三类医疗器械注册证	(家电网)

来源：Wind，家电网，36 氪，国金证券研究所

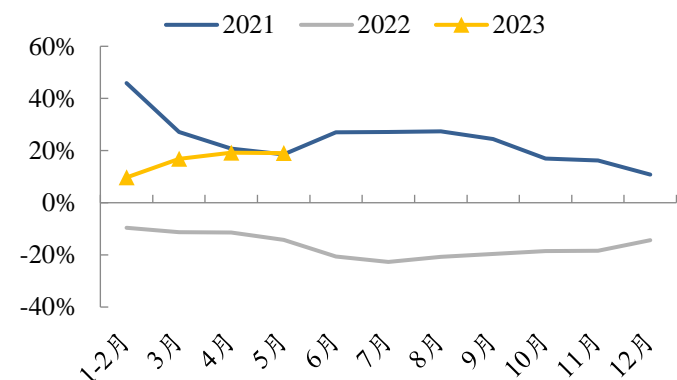
5、轻工制造：竣工持续改善，增速环比回落

5.1、国内市场：楼市热度回落，增速环比下滑

回顾 2022 年，房企经营压力较大，在新房交付上面临一定压力。2023 年开始，楼市在政策支持下出现复苏迹象，尤其是竣工端相较于销售端率先开始复苏。

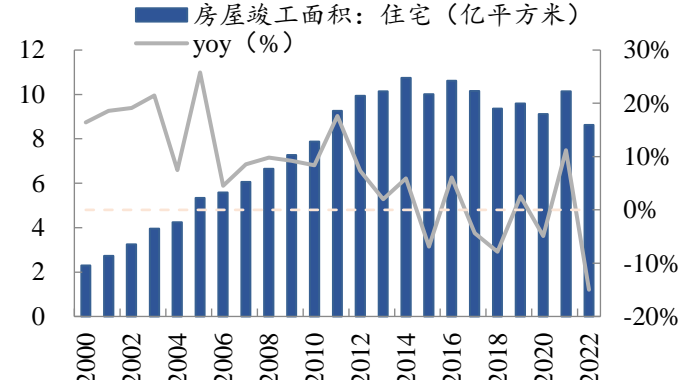
竣工端与家居板块业绩相关性高，随着疫情结束以及大量房地产支持政策落地，2023 年 5 月房屋竣工面积同比增长 17.2%，年初至今累计增长 19.0%，上游行业景气持续回暖，前期堆积的装修需求继续释放。

图表54：房屋竣工面积累计同比 (%)



来源：Wind，国金证券研究所（注：数据截至 2023/5/31）

图表55：房屋竣工面积年度同比 (%)

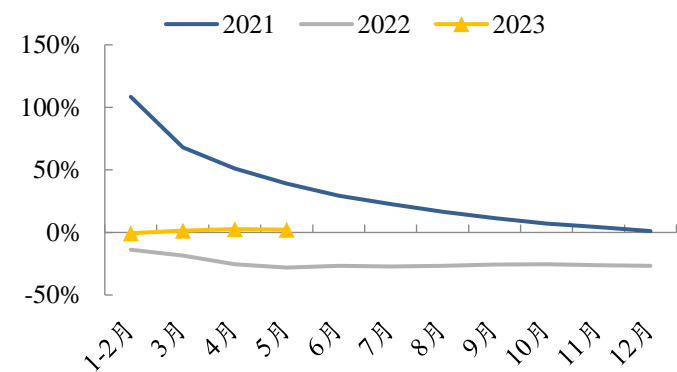


来源：Wind，国金证券研究所

房屋新销售面积决定家居板块未来市场需求，2022 年新房累计销售 11.5 亿平米，同比下滑 26.8%，创近年新低。

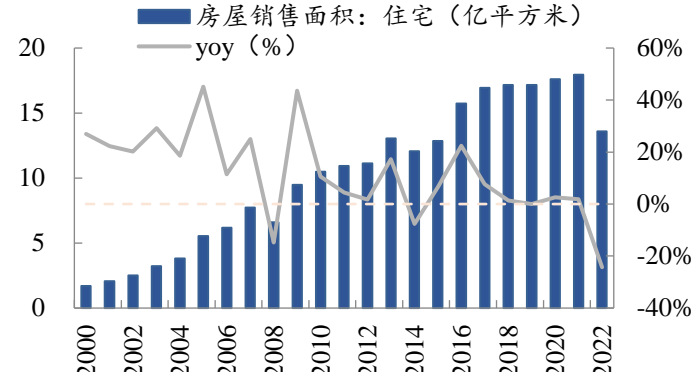
2023 年 5 月，新房销售面积 7697 万平方米，同降 16.2%，较 4 月开始下滑后降幅进一步扩大 6.7pct，年初至今累计同增 2.3%。

图表56：房屋销售面积累计同比 (%)



来源：Wind，国金证券研究所（注：数据截至 2023/5/31）

图表57：房屋销售面积年度同比 (%)



来源：Wind，国金证券研究所

经历年初楼市小阳春及前期积压需求释放后，楼市热度回落，5 月家居前端门店客流、成交环比 4 月也均有所回落，随着 618 促销开启以及楼市刺激政策落地，后续终端需求有望逐步改善，但不同公司间基本面向上幅度或将分化。

中长期来看，随着中国城镇化率在 2022 年末达到 65.2%新高，逐步接近发达国家 75% 的平均水平，后续城镇化继续提升的空间、节奏大概率会放缓，因此大家居行业整体将进入存量时代，以满足更替需求为主。“量”的角度看，未来年均需求总额约 11 亿平米。

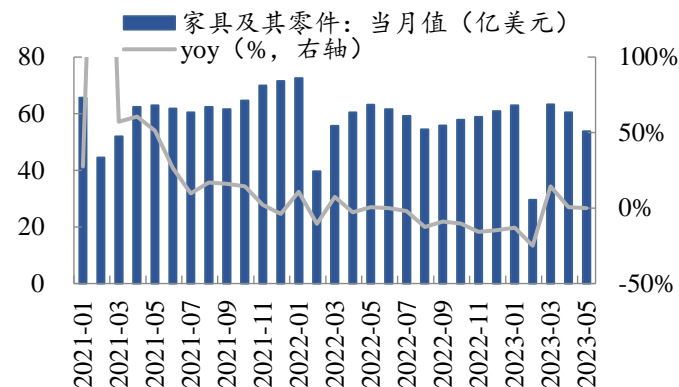
5.2、海外市场：出口继续回落，海外需求不足

由于海外市场需求在 2022 年的地缘冲突和美元加息背景下陷入低迷，中国家具出口在 2021 年的突飞猛进后也同步陷入调整，2022 年下半年起出口累计同比已转负。

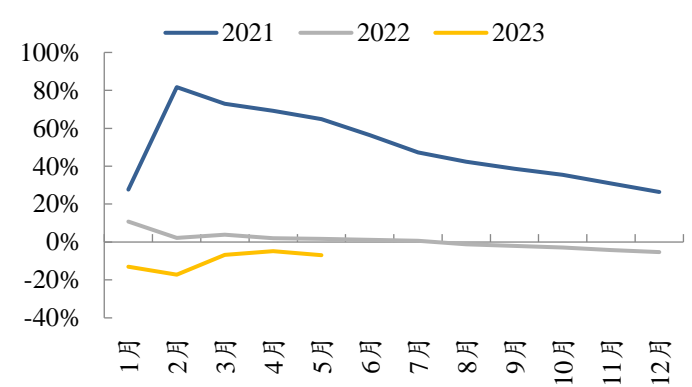
2023 年 5 月家具及零件出口 53.8 亿美元，同比下滑 14.8%，延续下滑趋势；年初至今累计下降 6.9%，外需依然偏弱。

图表58：中国家具出口月度变动

图表59：中国家具出口金额累计同比 (%)



来源：Wind，国金证券研究所（注：数据截至 2023/5/31）



来源：Wind，国金证券研究所（注：数据截至 2023/5/31）

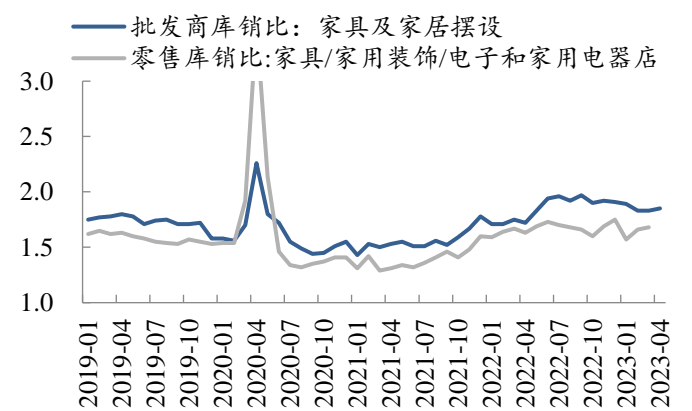
从海外主要消费市场美国看，零售端需求增速回落也较为明显，2023 年 4 月家具和家用装饰批发、零售口径销售额同比下降 8.4%、6.4%，需求依然疲软。且前期库存累计的影响也逐步凸显，4 月批发端库销比达 1.85，继续上探。

图表60：美国家具市场月度销售同比 (%)

图表61：美国家具市场月度库销比



来源：Wind，国金证券研究所（注：数据截至 2023/4/30）



来源：Wind，国金证券研究所（注：数据截至 2023/4/30）

5.3、行业动态：整装家居推进，纸业下调价格

图表62：2023 年 5 月轻工制造行业动态

行业	日期	内容	来源
家居	2023/5/2	致欧科技创业板 IPO 获准注册	(家居微新闻)
	2023/5/18	华为全屋智能 0 即将发布，空间交互跃变，或引爆全新交互革命	(财联社)
	2023/5/24	索菲亚：整家定制 3.0 实现从 B 端向 C 端的跨越	(家居建材圈子)
造纸	2023/5/29	玖龙原纸再降 150 元，未来市场将如何？	(纸业观察)
电子烟	2023/5/2	澳大利亚将禁止所有一次性电子烟，禁止所有非处方电子烟和零尼产品进口	(蓝洞新消费)

来源：家居微新闻，财联社，家居建材圈子，纸业观察，蓝洞新消费，国金证券研究所

6、纺织服饰：基数效应减弱，运动户外景气

6.1、内销：基数效应退坡，关注真实修复

随着需求走弱叠加低基数效应衰减，连续 3 个月数据明显改善后，5 月线上纺服 GMV 增速出现明显回调，仅有运动鞋（+10.2%）、箱包（+4.8%）、童装（+3.5%）实现正增长，预计后续将逐步回归正常增速区间，关注真实需求修复。

对比疫情稍缓的 2021 年，运动鞋销售额同比上升 20.7%，显示出行业景气复苏强劲，户外用品也有 6.1% 的增长。年初至今累计视角下，户外用品同比 21 年上升 24.6% 表现最优，其余品类则尚未恢复。

图表63：纺服线上 GMV 月度跟踪

时间	男装	女装	男鞋	女鞋	童装	童鞋	运动服	运动鞋	户外用品	内衣	家纺	箱包
2022-05	-24.8%	-8.8%	-12.5%	-10.5%	-19.9%	-6.6%	-2.8%	9.5%	18.5%	-13.2%	-18.3%	-15.3%
2022-06	-14.5%	-7.5%	-7.1%	-7.7%	-1.9%	5.5%	21.1%	19.6%	30.3%	6.7%	16.4%	-14.0%
2022-07	-9.2%	-12.3%	-4.4%	-8.9%	-7.8%	-8.2%	-4.2%	-10.9%	18.5%	-6.7%	-6.7%	-31.7%
2022-08	-1.6%	-24.1%	-1.7%	-14.3%	-4.0%	-0.4%	0.1%	-3.7%	15.2%	-5.2%	3.3%	-21.7%
2022-09	-3.7%	-6.1%	1.9%	-8.9%	6.5%	9.6%	1.1%	2.1%	26.5%	-9.8%	9.6%	-25.7%
2022-10	-13.4%	-13.7%	-6.3%	-13.6%	-15.1%	-14.7%	-15.7%	-11.0%	22.0%	-14.3%	-5.8%	-35.0%
2022-11	-24.3%	-22.9%	-20.8%	-23.8%	-20.8%	-12.1%	-12.9%	5.0%	6.3%	-16.3%	-10.1%	-22.9%
2022-12	-4.7%	-21.6%	-9.0%	-16.9%	-3.7%	-0.4%	-2.5%	-10.7%	7.7%	13.2%	12.3%	-23.3%
2023-01	-32.3%	-34.8%	-31.6%	-35.5%	-41.0%	-42.6%	-25.7%	-26.2%	-7.3%	-26.2%	-26.1%	-17.6%
2023-02	15.7%	16.3%	17.0%	24.8%	15.7%	25.7%	0.9%	12.4%	36.8%	13.6%	15.2%	20.2%
2023-03	3.2%	7.0%	7.2%	3.1%	-3.2%	2.2%	-6.5%	3.9%	32.2%	-2.4%	1.9%	10.7%
2023-04	14.7%	22.1%	7.3%	12.1%	24.7%	10.4%	5.7%	14.6%	11.4%	11.2%	24.7%	33.6%
2023-05	-3.9%	-0.1%	-11.9%	-2.3%	3.5%	-3.9%	-6.7%	10.2%	-10.4%	-4.7%	-0.2%	4.8%
5月同比2021	-27.7%	-8.9%	-22.9%	-12.5%	-17.0%	-10.3%	-9.3%	20.7%	6.1%	-17.3%	-18.5%	-11.2%
年初至今	-5.2%	-0.7%	-5.0%	-0.9%	-5.6%	-4.7%	-7.8%	1.4%	10.0%	-4.0%	1.2%	9.1%
年初至今同比2021	-18.6%	-0.7%	-13.3%	-8.6%	-15.6%	-7.0%	-7.1%	-8.4%	24.6%	-12.4%	-10.1%	-3.7%

来源：魔镜数据，国金证券研究所（注1：包括淘宝天猫、京东平台数据；注2：数据截至 2023/5/31）

纺服行业景气最高的运动服饰赛道景气韧性强，恢复也较快，值得重点关注。

根据渠道调研反馈：1）安踏体育：5 月线下流水低双位数增长，库销比 4.5 左右；2）李宁：5 月线下流水同比增长 20%+，五一表现较优，库销比 4-4.5；3）特步国际：5 月主品牌流水双位数增长；4）361 度：5 月流水中双位数增长。

图表64：主要运动品牌季度流水跟踪

公司	时间	2023Q1	2022Q4	2022Q3	2022Q2	2022Q1	2021Q4	2021Q3	2021Q2	2021Q1
安踏	安踏	中单位数	高单位数	中单位数	中单位数	10-20%高段	10-20%中段	10-20%低段	35-40%	40-45%
	FILA	高单位数	10-20%低段	10-20%低段	高单位数	中单位数	高单位数	中单位数	30-35%	75-80%
	其他	75-80%	10-20%低段	40-45%	20-25%	40-45%	30-35%	35-40%	70-75%	115-120%
李宁	整体	中单位数	10-20%低段	10-20%中段	高单位数	20-30%高段	30-40%低段	40-50%低段	90-100%低段	80-90%高段
	线上	10-20%低段	中单位数	20-30%中段	中单位数	30-40%中段	40-50%低段	50-60%中段	90-100%高段	100%
	零售	10-20%中段	10-20%中段	20-30%低段	高单位数	30-40%中段	20-30%高段	30-40%中段	80-90%高段	90-100%低段
	批发	中单位数	20-30%低段	10-20%低段	高单位数	20-30%低段	20-30%高段	30-40%高段	90-100%低段	80-90%低段
特步	零售	约 20%	高单位数	20%-25%	中双位数	30%-35%	20%-25%	中双位数	30%-35%	约 55%
361 度	主品牌	低双位数	大致持平	中双位数	低双位数	高双位数	高双位数	低双位数	15-20%	高双位数
	童装	20-25%	低单位数	20-25%	20-25%	20-25%	25-30%	15-20%	30-35%	20-30%低段

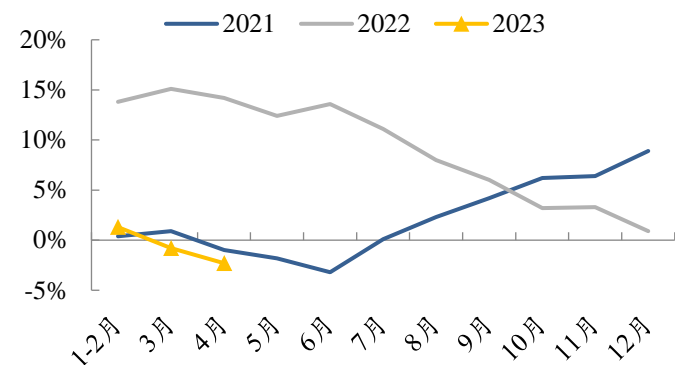
来源：公司公告，国金证券研究所（注1：同比涨跌由颜色表示，红色代表同增，绿色代表同降）

6.2、库存：同比读数下降，服装库存消化

随着终端销售的改善，行业库存上升趋缓。2022 年由于疫情影响，行业库存堆积明显，对企业现金流和终端折扣率构成压力。

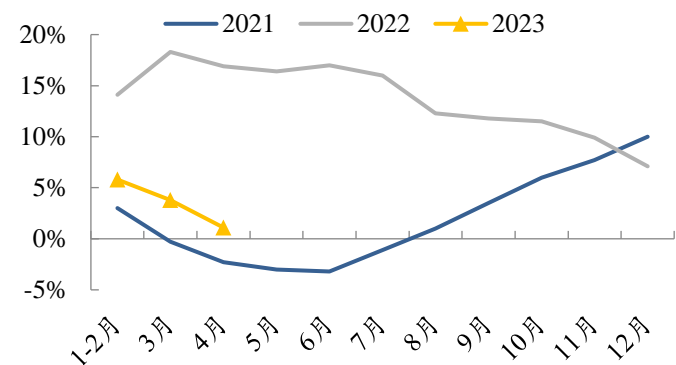
2023 年 4 月，服装、服饰产成品存货同比增速降至-2.3%，并明显低于季节性水平，反映出库存继续优化。纺织业产成品存货同比增速也有所下降，3 月录得 1.1%。

图表65：纺织服装、服饰业产成品存货同比 (%)



来源：Wind，国金证券研究所（注：数据截至 2023/4/30）

图表66：纺织业产成品存货同比 (%)



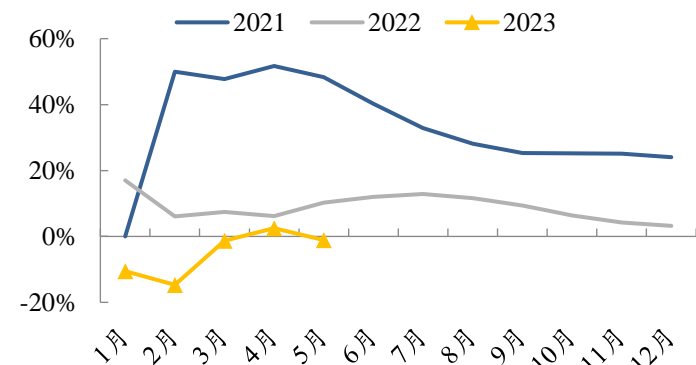
来源：Wind，国金证券研究所（注：数据截至 2023/4/30）

6.3、出口：纺织出口走弱，箱包维持高位

5 月纺织服装出口走弱，但箱包出口继续维持相对高位。

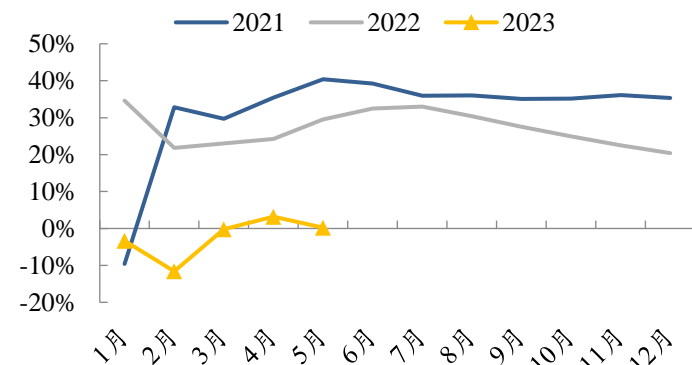
年初至今累计出口金额同比增速上看，服装及衣着附件 (-1.1%)、鞋靴 (0.2%)、纺织纱线织物及制品 (-9.4%)、箱包及类似容器 (24.1%)。

图表67：服装及衣着附件出口金额累计同比 (%)



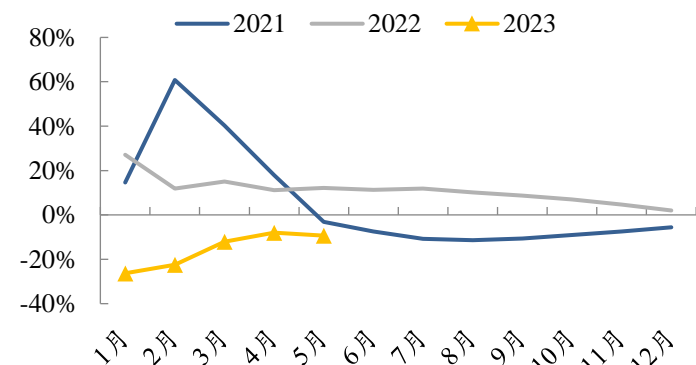
来源：Wind，国金证券研究所（注：数据截至 2023/5/31）

图表68：鞋靴出口金额累计同比 (%)



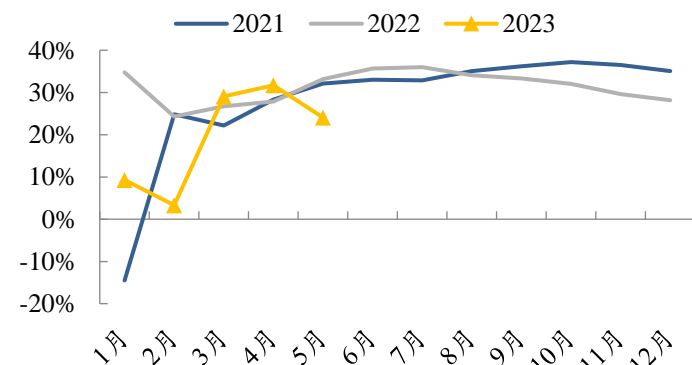
来源：Wind，国金证券研究所（注：数据截至 2023/5/31）

图表69：纺织纱线、织物及制品出口金额累计同比 (%)



来源：Wind，国金证券研究所（注：数据截至 2023/5/31）

图表70：箱包及类似容器出口金额累计同比 (%)



来源：Wind，国金证券研究所（注：数据截至 2023/5/31）

6.4、行业动态：运动户外扩张，李宁自建产能

图表71：2023年4月纺织服装行业动态

行业	日期	内容	来源
服装	2023/5/5	斯凯奇在中国市场已近 3000 家门店	(中服圈)
	2023/5/11	lululemon 中国大陆已开设 101 家线下直营门店	(36 氪)
	2023/5/25	李宁 33 亿加码广西供应链基地	(中服圈)
	2023/5/27	扬州金泉拟收购户外运动装备研发商阿珂姆 50.5% 股权	(新消费智库)
	2023/5/29	安踏连开两家少年旗舰店	(中服圈)
纺织	2023/5/31	超越欧盟，东盟成我国国家纺出口第二大市场	(中国纺织报)

来源：中服圈，36 氪，新消费智库，中国纺织报，国金证券研究所

7、社会服务：假期旺季来临，出行有望火热

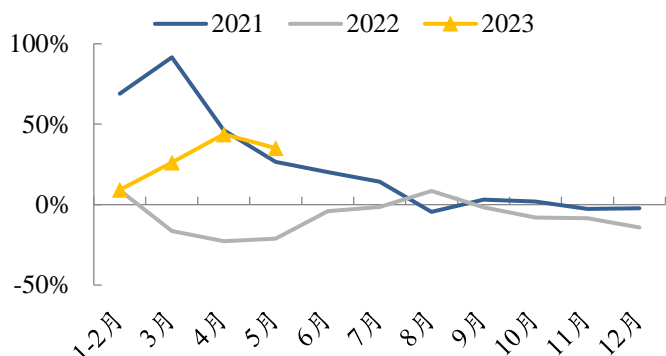
7.1、餐饮旅游：餐饮收入增长，假期旺季到来

2023 年出行相关板块迎来明显拐点，包括旅游、酒店、餐饮在内的接触性服务都有明显修复，并且由于前期供给出清资本开支不足，疫后阶段服务类消费出现涨价。

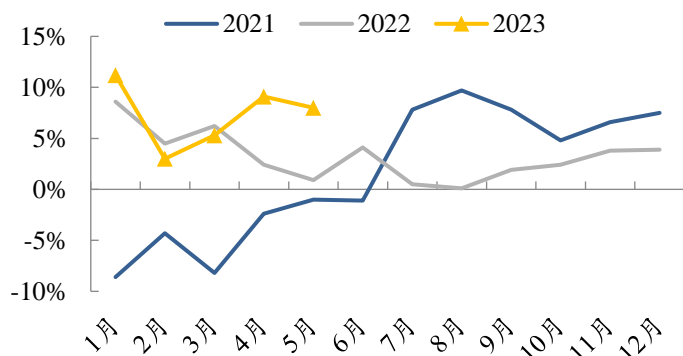
5 月，社零餐饮收入同增 35.1%，低基数影响下出现大幅回升。同时可以看到旅游服务价格不断上行，5 月同比上升 8.0%。展望后市，随着端午假期到来以及中高考结束后的暑期学生假期，出行数据或进一步改善。

图表72：社零餐饮收入月度同比 (%)

图表73：CPI 月度分项变动：旅游 (%)



来源：Wind，国金证券研究所（注：数据截至 2023/5/31）

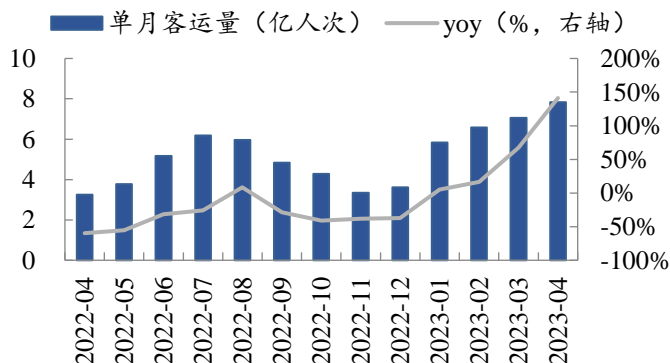


来源：Wind，国金证券研究所（注：数据截至 2023/5/31）

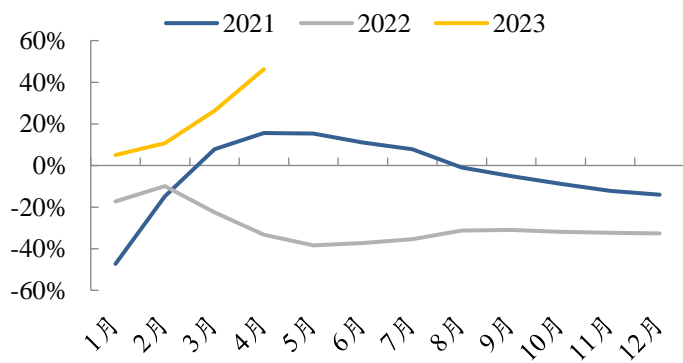
出行数据上看，4 月全国交通客运量 7.8 亿人次，同比上升 141.1%，年初至今累计上升 46.3%，出行恢复带来板块确定性量增。

图表74：全国交通客运量月度变动

图表75：全国交通客运量累计变动



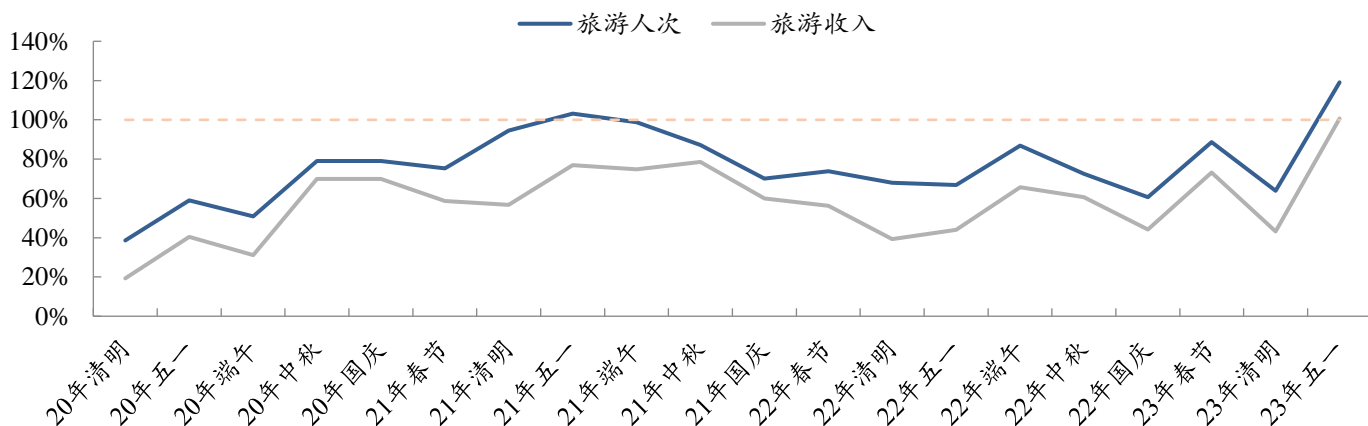
来源：Wind，国金证券研究所（注：数据截至 2023/4/30）



来源：Wind，国金证券研究所（注：数据截至 2023/4/30）

从消费旺季数据看，23 年五一假期修复良好，旅游人数、旅游收入分别同增 70.8%、128.9%，首次超越 2019 年同期水平，可比口径下分别达到 119.1%、100.7%。6 月即将迎来端午假期，预计仍会有较好表现，继续超越 2019 年同期水平。

图表76：主要节假日旅游数据恢复程度



来源：文旅部，国金证券研究所（注：恢复程度相较于 2019 年计算）

7.2、行业动态：毕业季旅游热，航班票价上涨

图表77：2023 年 5 月社会服务行业动态

行业	日期	内容	来源
旅游	2023/5/18	暑期旅游产品订单量已超 2019 年同期	（新消费日报）
	2023/5/24	WTTC：今年中国旅游业将贡献 9.9 万亿元收益，同比增长逾 150%	（迈点）
	2023/5/26	中国国航国内航线票价水平相比 2019 年有明显增幅	（新消费日报）
酒店	2023/5/29	飞猪“618”大促首日酒店成交额同比增 98%	（迈点）
餐饮	2023/5/4	海底捞供应商鲜美来更新招股说明书，第三次冲击上交所主板上市	（FoodTalks）
	2023/5/22	呷哺集团开启付费会员模式	（FoodTalks）

来源：新消费日报，迈点，Foodtalks，国金证券研究所

8、投资建议：短期反弹可期，把握行情节奏

基本面继续磨底，估值来到低位。5 月消费复苏继续，但环比放缓趋势显著，带动悲观情绪。随着中证消费指数 PE TTM 来到 29X 的历史低位，基本面走弱或已部分 price-in，尽管 5 月数据不及预期，但在降息和政策预期升温背景下市场并未出现下跌，并且本轮板块弱势运行时间接近 3 个月，接近历史最长区间。当基本面的影响逐步钝化，我们认为情绪改善可能会带动短期超跌反弹行情，市场环境类似于 22 年底，但幅度、持续性可能稍弱，注意把握节奏。

中长期看，我们继续维持居民消化杠杆、增速中枢调整的判断，消费板块风格也可能从“进攻性”回归“防御性”，近期数据已经在验证观点，但是趋势的变化不会一蹴而就，改变或许在波动中完成。

行业配置上，业绩确定性仍是第一位，其次再看预期改善带来的估值反弹。关注结构性机会，优选高端白酒、乳制品、家电龙头、体育服饰。

9、风险提示

- 数据误差：本文涉及较多指标，数据口径、样本选择、准确度不一，可能不完全反映真实情况。
- 消费不及预期风险：居民收入水平和消费能力的修复节奏、幅度仍存在不确定性，可能不及市场预期。
- 疫情反复风险：若疫情再次流行，可能对消费景气构成较大负面影响。

行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；

增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；

中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；

减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海 电话：021-60753903 传真：021-61038200 邮箱：researchsh@gjzq.com.cn 邮编：201204 地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 7 楼	北京 电话：010-85950438 邮箱：researchbj@gjzq.com.cn 邮编：100005 地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	深圳 电话：0755-83831378 传真：0755-83830558 邮箱：researchsz@gjzq.com.cn 邮编：518000 地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806
--	--	---